

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Zlato ve světové ekonomice
Gold in the world economy

Student: Bc. Elena Čadová
Vedoucí diplomové práce: Ing. Lenka Spáčilová, Ph.D.

Ostrava 2014

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Elena Čadová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T027 Národní hospodářství**
Specializace: **00 Národní hospodářství**
Téma: **Zlato ve světové ekonomice**
Gold in the World Economy

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Historické souvislosti zlata jako měnového kovu
 3. Role zlata v měnové politice
 4. Zlato ve 21. století
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

LEHRMAN, E. Lewis. *Money, Gold and History*. New York: The Lehrman Institute, 2013. ISBN 978-0984017836.
REVENDA, Zbyněk. *Peníze a zlato*. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-214-7.
STRUŽ, Jan a Bohumil STUDÝNKA. *Zlato: příběh neobyčejného kovu*. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-0902-3.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Lenka Spáčilová, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014





doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci vypracovala samostatně, s použitím uvedené literatury a pramenů.

V Ostravě dne 26. dubna 2014



Bc. Elena Čadová

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí práce Ing. Lence Spáčilové Ph.D. za vedení práce, cenné rady, připomínky a její optimistický přístup. Děkuji také mé rodině a přátelům za podporu, kterou mi během studia poskytovali.

OBSAH

1	Úvod.....	4
2	Historické souvislosti zlata jako měnového kovu	6
2.1	Původ a podstata peněz, funkce peněz.....	6
2.2	Mezinárodní měnové systémy s vazbou na zlato	9
2.2.1	Mezinárodní všeobecný zlatý standard (70. léta 19. st. – 1936)	11
2.2.2	Mezinárodní standard zlaté měny (25. 9. 1936 - 70. léta 20. st)	13
2.2.3	Základní principy a vlastnosti klasického zlatého standardu	16
2.3	Zlatý standard v USA.....	19
2.3.1	Období bimetalismu (1785 – 1862).....	20
2.3.2	První nekryté papírové bankovky (1862 – 1879)	21
2.3.3	Klasický zlatý standard (1879 – 1933)	22
2.3.4	Standard zlatého dolaru.....	26
3	Role zlata v měnové politice	29
3.1	Vymezení souboru dat a metodiky	29
3.2	Zlato jako ochrana proti inflaci	30
3.2.1	Vývoj cenové hladiny	30
3.2.2	Funkce zlata jako inflační kotvy.....	35
3.3	Zlato jako měnová kotva	38
3.4	Zlato jako rezervní aktivum bank	45
4	Zlato a jeho význam ve 21. Století	50
4.1	Trh zlata	50
4.1.1	Nabídka zlata	51
4.1.2	Poptávka po zlatě	55
4.2	Návrat ke zlatému standardu	60
4.2.1	Zlatý standard podle metalistů	60
4.2.2	Argumenty proti zavedení zlatého standardu	63
4.2.3	Návrat zlatého standardu ve 21. století.....	69
4.2.4	Osobní zhodnocení problematiky	75
5	Závěr.....	77
	Seznam použité literatury.....	79
	Seznam zkratk	83
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Touha po zlatě se táhne napříč celými dějinami, ať už jednalo o dobovatelské cesty nebo početné zlaté horečky spojené s novými nalezišti tohoto drahého kovu či v současné době hledání zisku. Zlato je odedávna symbolem bohatství, moci a postavení. Díky svým fyzikálním vlastnostem sehrálo zlato důležitou roli i jako jedna z forem platebního prostředku. Historicky dochované první zlaté mince pocházejí ze 7. století př. n. l. a společně s ostatními drahými kovy, zejména pak se stříbrem, plnilo zlato funkci měny až do 70. let minulého století. V dnešní době se můžeme setkat už jen s pamětními zlatými mincemi, které nejsou součástí peněžního oběhu. Avšak zlato bylo a stále je lidmi podvědomě vnímáno jako určitá jistota.

Lidstvo prochází neustálým vývojem a společně s ním se mění také prostředí, ve kterém žije. Nemalou změnu zaznamenal i měnový systém. Asi nejmarkantnějším rozdílem je ten, že v novodobé historii používáme peníze, které nejsou kryté žádnou reálnou hodnotou, na rozdíl od období zlatého standardu. Dnešní měnový systém funguje na základě důvěry ve schopnost měny plnit svou funkci platebního prostředku. Z důvodu finančního kolapsu mnohých institucí a také díky neuváženému hospodaření států je v současnosti diskutováno, zda období, kdy měna byla kryta drahým kovem, nebylo pro vývoj ekonomiky a pro samotné lidstvo přece jen lepší.

Cílem práce je zhodnotit roli zlata jako měnového kovu na příkladu ekonomiky Spojených států amerických, které zaujímají od 20. století místo světové velmoci. V práci se pokusíme nalézt také odpověď na otázku, zda by bylo možné opět nastavit podmínky fungování ekonomiky na systému zlatého standardu.

Předkládaná práce je rozdělena do pěti kapitol. První kapitola, úvod, nastiňuje postup celé práce a v krátkosti zmiňuje problematiku, která je v jednotlivých kapitolách rozebírána.

Druhá kapitola popisuje období, kdy bylo zlato používáno jako platební prostředek. Trvalo několik tisíciletí, než se společnost dostala tam, kde je dnes – v období hotovostních, bezhotovostních a také digitálních peněz. Proto je na počátku kapitoly shrnuta samotná podstata a původ peněz. Následující část je věnována mezinárodnímu měnovému systému s vazbou na zlato. I tento systém totiž nenabýval pouze jedné jediné podoby, ale procházel různými obměnami, které jsou zde zmíněny. Součástí kapitoly

je shrnutí základních charakteristik zlatého standardu a principů fungování tohoto měnového režimu. Závěrem je věnován prostor zlatému standardu ve Spojených státech.

Třetí kapitola je věnována roli zlata v monetární politice, ve které zlato plní funkci rezervní měny a často bývá považováno také za kotvu, která zabraňuje inflačním a kurzovým výkyvům. Zda zlato funguje jako pojištění proti inflaci, je zkoumáno prostřednictvím vztahu mezi cenou zlata a inflací. V kapitole je popsán vývoj těchto dvou veličin a jejich vzájemný vztah je porovnáván na základě grafické a korelační analýzy. Zlatý standard v podstatě představuje fixní měnový režim, proto je část třetí kapitoly věnována i tématu zlata jako měnové kotvy. Na tuto problematiku lze nahlížet ze dvou úhlů, na zlato jako ochranu proti volatilitě zahraniční měny nebo jako na ochranu domácí měny vůči nepřetržitému tištění měny vládnoucími autoritami. Poslední část kapitoly je věnována zlatu v držení centrálních bank.

Přestože zlato není již dnes využíváno jako platný prostředek směny, díky svým fyzikálním vlastnostem našel tento drahý kov své uplatnění v jiných oborech a byla by chyba, kdyby v práci nebylo zmíněno také současné využití zlata. Z toho důvodu je začátek čtvrté kapitoly, která nese název „Zlato a jeho role ve 21. století“, věnován struktuře poptávky a nabídky zlata. Druhá část kapitoly je věnována představám zastánců zlatého standardu o návratu k měně kryté zlatem. V kapitole jsou uvedeny argumenty proti návratu zlatého standardu společně s kritikou současného měnového režimu nekrytých peněz.

V poslední kapitole jsou shrnuty základní poznatky o zlatě a jeho funkci jako měnového kovu získané na základě předkládané práce.

Spojené státy se staly klíčovou zemí pro zpracování dané práce, neboť je to právě tento stát, který po 2. světové válce začal udávat hlavní směr vývoje ekonomiky a zasadil se také o změnu měnového režimu. K vytvoření měnového systému došlo v této zemi v roce 1785 a zhruba o 200 let později byly uzákoněny nekryté peníze. Jedná se o velmi dlouhé časové období, a proto nejsou data, ze kterých práce vychází, ve všech výstupech časově sladěna. Většina analýz začíná až rokem 1970 a pokud je to účelné, je zmíněno i delší časové období. Používaná data pocházejí především z databází World Gold Council, Measuring Worth a FRED. Pro korelační analýzu a grafickou analýzu byl použit statistický program SPSS a Excel. Práce byla zpracovaná na základě analyticko-syntetické metody, která rozkládá celek na dílčí části.

2 HISTORICKÉ SOUVISLOSTI ZLATA JAKO MĚNOVÉHO KOVU

Pod pojmem peníze si v současnosti s největší pravděpodobností představíme papírové bankovky a mince různé hodnoty. Někteří z nás, by jistě zmínili také elektronické peníze, jejichž role v současnosti nabývá na významu. Ne vždy tomu ale tak bylo, že by lidé věřili v podstatě v bezcenné kousky papíru nebo v imaginární jednotky peněz. Následující kapitola popisuje historický vývoj formy platebních prostředků, které se mění společně s rozvojem společnosti.

2.1 Původ a podstata peněz, funkce peněz

Počátek existence peněz je spojen s rozvojem dělby práce ve společnosti, kdy se domácnosti začaly specializovat na takové činnosti, ve kterých byly efektivnější. Na jedné straně se rozmanitost výroby zužovala a na druhé straně se požadavky na spotřebu rozšiřovaly. A takovýto rozpor mohla vyřešit pouze směna. Počáteční forma směny měla naturální charakter. Lidé mezi sebou vyměňovali zboží za zboží. Jednalo se o tzv. *barterový obchod*, který se ale potýkal s vysokými vyhledávacími náklady a s obtížností dosáhnout dvojnásobné shody potřeb mezi účastníky směny. Se složitostí a nedostatkem barteru se postupně ve směně vydělilo zboží, které bylo všeobecně žádáno a mohlo tedy platit jako univerzální směnný prostředek. Takovéto zboží nazýváme *komoditní peníze* a můžeme si pod ním představit vzácné kovy, šperky, ale také byl pro uskutečnění transakce často využíván dobytek, obilí, sůl, koření a různé nástroje. Postupně se začaly formovat základní požadavky na vlastnosti univerzálního platebního prostředku. Z důvodu snížení transakčních nákladů by komoditní peníze měly být snadno dělitelné, lehce manipulovatelné, s vysokou kupní silou a také trvanlivé, aby plnily funkci uchovatele hodnoty.

Časem se ukázalo, že požadavkům na univerzální platební prostředek nejvíce odpovídají drahé kovy, a to především zlato a stříbro. Nelze jednoznačně říci, ve kterém časovém úseku dějin se začalo zlato používat jako měnový kov, ale odhaduje se, že by to mohlo být ve starém Egyptě, který je znám pevnou státní organizací, řízeným hospodářstvím a poměrně vyspělou civilizací. Revenda (2013) uvádí, že se první peníze v podobě mincí z drahých kovů údajně objevily v Lýdské říši (část dnešního Turecka) okolo roku 700 př. n. l. Nazývaly se dumpy a původně to byly malé hrudky z bílého zlata. Mince značně usnadnily obchod, a proto se rychle šířily. Zlato plnilo veškeré požadavky

univerzální měny - bylo poměrně vzácné, dobře zpracovatelné, trvanlivé a i jeho malé množství představovalo vyšší hodnotu. Na počátku využívání tohoto drahého kovu jako prostředku směny, bylo zlato přijímáno v jakékoli podobě, avšak brzy na to, nastalo období, kdy se začaly razit mince. Docházelo tak k monetizaci zlata neboli k procesu převodu zlata do zákonných platebních hodnot. Tímto krokem se mělo předejít padělání mincí díky ochranným známkám, ale také nepraktickému používání drahých kovů v podobě prachu, prutů nebo cihel.

Forma peněz se vyvíjela dále s dobou a společnost zjistila, že používání zlatých či stříbrných mincí není vždy zcela efektivní, zvláště pro manipulaci s většími částkami při jejich uschovávání a přepravě. V historii také nastaly situace, kdy ekonomika neměla dostatek zlata pro zprostředkování transakcí. Tato nedostatečná nabídka zlata dala vzniknout neplnohodnotným mincím, které byly tvořeny umělým zlehčováním skrze snižování množství zlata a zvyšování množství jiného kovu, zmenšováním mincí nebo zákonným zvýšením nominální hodnoty mincí při zachování stejného zlatého obsahu. Používáním mincí z drahých kovů docházelo také k jejich opotřebení, což způsobovalo, stejně jako umělé zlehčování obsahu mincí, snižování skutečné hodnoty mince oproti její deklarované hodnotě. Častým jevem bylo mimo jiné i penězokazectví, kdy lidé odštípovali z mincí nepatrné kousíčky drahého kovu za účelem jejich opětovného roztavení a následného prodeje.

Havlena (2010) uvádí výrok od Samuelson a Nordhaus, který říká, že: *věk komoditních peněz ustoupil věku papírových peněz. Podstata peněz nyní vykrystalizovala. Peníze, spíše jako peníze než komoditu, chtějí lidé ne pro ně samotné, ale proto, že si za ně mohou koupit určité věci. Nechceme peníze proto, abychom je přímo spotřebovali – spíše je používáme tak, že se jich zbavujeme (Havlena, 2010).* A právě tato podstata peněz vedla k tomu, že společnost hledala další formy peněz, které by byly co nejefektivnější. Jednou z nich jsou právě papírové peníze, které můžeme považovat za nejvýznamnější vynález lidstva. Papírové peníze snížily nákladnost a těžkopádnost spojenou s transakcemi v mincích a přispěly zejména ke společenskému a ekonomickému rozvoji, který přestal být limitován omezenou nabídkou drahých kovů. Zlato vyrábět nelze, a proto pro vládnoucí vrstvu byly papírové peníze stěžejním nástrojem pro financování státních výdajů nad rámec zásob drahých kovů. Tato poslední zmíněná výhoda se ale později začala ukazovat i z opačné stránky a v současnosti představuje hlavní argument pro návrat k měně plně kryté zlatem.

Papírové peníze se poprvé objevily v Číně v 10. století jako stvrzenky obchodníků za přijaté železné mince a později tento systém převzal stát, který začal emitovat standardizované papíry, tzv. „státovky“ se stálými nominálními hodnotami. Z počátku se stát zavazoval ke zpětnému odkupu státovek za zlaté mince či jiné formy zlata. Vzhledem k rozsahu emitovaných státovek, které převyšovaly množství zlatých zásob, byla zpětná směnitelnost omezována a později zrušena. Dříve či později v ekonomice došlo k přemnožení státovek a ke ztrátě jejich kupní síly. V některých ekonomikách vedly nadměrné emise státovek až ke státním bankrotům nebo v lepším případě, byly státovky staženy z oběhu a vyměněny za nové v kursu nevýhodném pro majitele a výhodném pro stát (Struž a Studýnka, 2005).

V Evropě se první papírové peníze objevily koncem 17. století díky rychlému růstu poptávky po penězích vyvolaném rozvojem kapitalistické velkovýroby. Jednalo se o obchodní směnky, tedy o běžné dlužní úpisy, které se dostaly do peněžního oběhu. Tyto obchodní směnky následně odkupovaly banky za své vlastní bankovky, které představovaly směnky znějící na bankéře. Tím bylo odstraněno riziko nedůvěry, které se vyskytovalo při přijímání směnek mezi jednotlivými směnečnými dlužníky, kteří se navzájem neznali. A majitel obchodní směnky získal při jejím odprodeji bankovky v libovolné nominální struktuře bez jakékoli časové prodlevy na proplacení směnky (Revenda, 2013).

Postupem času došlo k omezování povinnosti krytí bankovek zlatem a především z mocenských zájmů došlo k centralizaci emise bankovek. V současnosti používáme hotovostní peníze, které nemají stanovené žádné zákonné limity či povinné krytí a o jejich množství v zásadě rozhoduje poptávka obchodních bank a nebankovních subjektů. S rozvojem informačních technologií došlo také ke vzniku bezhotovostních peněz a peněz v elektronické podobě.

Definování fenoménu, pojmu či funkce peněz nelze přiřknout žádnému ekonomickému směru. Peníze jsou součástí společnosti od chvíle, kdy došlo k dělbě práce, k přebytkům či nedostatkům jistých komodit a uvědomění si územních diferenciací a jejich forma se mění společně s rozvojem společnosti. Lehrman (2013) na peníze nahlíží jako na komerční, politický a právní institut s dlouhou historií, který je založen na důvěře, a proto s sebou nesou i jistou morální zodpovědnost.

Peníze lze definovat jako „*jakékoliv aktivum, které je všeobecně přijímáno při placení za zboží, služby nebo při úhradě dluhu*“ (Kučerová, 2012, s. 3). Ať už se platilo

drahými kovy, dobyt看, mušlemi nebo v dnešní době hotovostními mincemi a bankovkami či bezhotovostními penězi, finanční prostředky směny vždy plnily následující funkce. Komoditní peníze sloužily především jako (1) *prostředek směny* a jejich primárním cílem byla spotřeba. Peníze umožňují oceňovat statky a služby tím, že jim dávají cenu, a tak slouží jako (2) *prostředek k oceňování*. V neposlední řadě peníze plní funkci (3) *uchovatele hodnoty*, která umožňuje odložit spotřebu a vytvořit úspory. Tato funkce nemohla být naplněna v případě barteru, kdy muselo dojít k okamžité výměně statku za jiný.

2.2 Mezinárodní měnové systémy s vazbou na zlato

Trvalo dlouhou dobu, než člověk dospěl ke zlatu, jako formě všeobecného platebního prostředku, poté ale zlato ve své funkci měny vytrvalo okolo 2 600 let a osvědčilo se jako spolehlivý uchovatel hodnoty. Vedle dominující formy zlatých peněz v oběhu mělo své místo také stříbro. U měnových systémů spojených s drahým kovem hovoříme o *monometalismu*, kdy je měnová soustava založena na ražení mincí pouze z jednoho kovu. Jinou možností měnového systému je *bimetalismus* spojený se souběžným oběhem zlatých a stříbrných mincí. Problémem bimetalismu byl nestálý poměr cen zlata a stříbra, kdy v době krize docházelo k vytlačování dobré mince z oběhu mincí špatnou¹. Stálý pokles cen stříbra nutil jednotlivé státy, aby v průběhu 19. století přecházely k monometalismu, především zlatému, který se udržel s určitými přerušeními až do první světové války (Struž a Studýnka, 2005).

Novodobá historie zlatého standardu je spojena se začátkem 18. století. Tehdy se jednalo o zlatý standard v podobě definování anglické libry ke zlatu. V oběhu se ale také vyskytovaly drobné stříbrné mince a papírové bankovky. Fungování zlatého standardu však bylo provázeno řadou peripetií v podobě rušení a obnovování směnitelnosti papírových peněz za zlato či změn v definování zlatého a stříbrného standardu a až v roce 1816 došlo v Anglii oficiálnímu obnovení zlatého standardu a znovuzavedení směnitelnosti bankovek za zlato. Ve Spojených státech amerických bylo rozhodnuto o přechodu z bimetalismu na zlatý standard v roce 1873. Peníze musely být kryté zlatem, ale nikoli v plné výši, neboť mohly být emitovány rovněž odkupem dluhopisových cenných papírů americké vlády (Revenda, 2013).

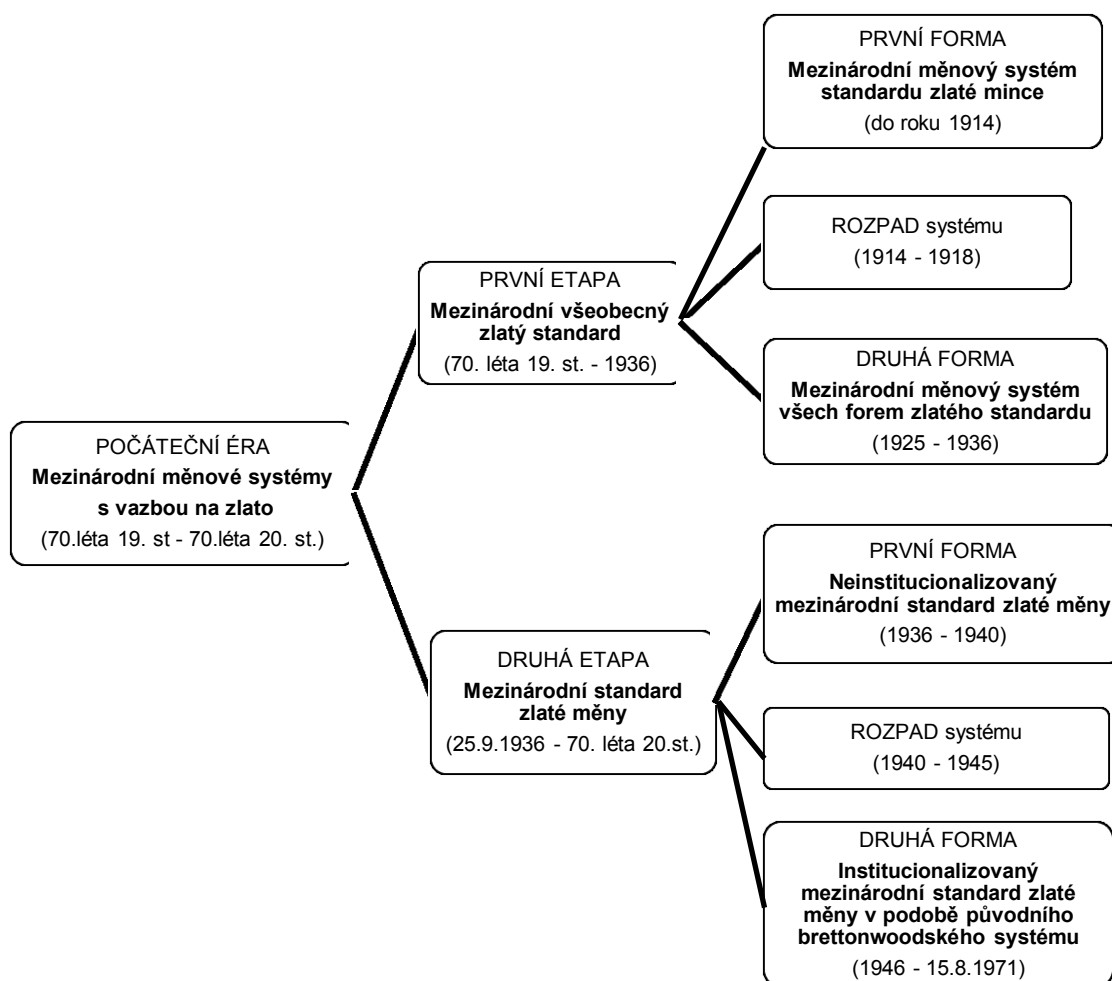
¹ Tento jev v současnosti nazýváme Grashamovým zákonem.

Měnový režim založený na zlatém standardu prošel během svého fungování řadou změn. Schéma 2.1 znázorňuje vývoj mezinárodního měnového systému s vazbou na zlato v období od 70. let 19. století do 70. let 20. století. První etapu lze označit jako mezinárodní zlatý standard a druhá etapa, která nastala v 30. letech minulého století je nazývána mezinárodním standardem zlaté devizy. Od 70. let 20. století nastupuje éra mezinárodního měnového systému bez vazby na zlato, kde klíčovými měnami je americký dolar, japonský jen a euro, toto období ale není hlavním předmětem práce.

Několik následujících oddílů této kapitoly je věnováno popisu jednotlivých forem zlatého standardu, které byly v jednotlivých ekonomikách uplatňovány. Východiskem pro sepsání této části se staly publikace od Revenda (2013), Struž a Studýnka (2005), Stavárek (2003) a Rothbard (2001).

Schéma 2.1

Vývoj mezinárodního měnového systému



Zdroj: Stavárek, 2003, vlastní úprava

2.2.1 Mezinárodní všeobecný zlatý standard (70. léta 19. st. – 1936)

Mezinárodní měnový systém s vazbou na zlato prošel v historii mnohými změnami. První etapu, kdy bylo zlato používáno jako oficiální platební prostředek, můžeme nazvat všeobecným zlatým standardem. Tuto etapu lze dále členit do jednotlivých forem, které se navzájem liší vahou kladenou na zlatý obsah peněz.

a) Období standardu zlaté mince

Standard zlaté mince můžeme považovat za synonymum zlatého standardu. Představuje zlatý standard ve své čisté podobě, kdy v oběhu byly plnohodnotné zlaté mince s vyššími nominálními hodnotami. Vedle zlatých mincí mohly v ekonomice souběžně obíhat také drobné neplnohodnotné zlaté mince či mince z běžných kovů nebo klasické bankovky, které byly plně kryty zlatem. Hlavním znakem standardu zlaté mince byly zcela fixní devizové kurzy, které byly definované jako poměr zlatých obsahů daných měn. V měnovém standardu zlaté mince se kladl důraz také na státní dohled nad volným dovozem a vývozem zlata soukromými subjekty. Tento státní dohled napomáhal k vytváření stabilního a integrovaného mezinárodního finančního trhu s celosvětovým systémem fixních kurzů.

Výhodou standardu zlaté mince byla jeho schopnost bránit samovolnému růstu peněžní zásoby v oběhu, která by nebyla odrazem zvyšující se poptávky po penězích. Tento fakt ovšem může být pokládán také za značnou nevýhodu, neboť růst zásoby peněz (tj. zásob zlata) nemusí dostatečně pokrýt růst reálného produktu, což následně vede k deflačním tlakům a růstu nezaměstnanosti. Cílem centrální banky bylo udržet zlatou paritu, a proto nemohla použít expanzivní měnovou politiku a růst peněžní zásoby ke stimulaci ekonomiky.

Standard zlaté mince přetrval až do období počátku první světové války. Všechny země zapojené do války byly nuceny do 2 – 3 let od jejího vypuknutí zrušit měnový systém založený na principech zlatého standardu, aby mohly volně vytvářet peněžní prostředky k financování válečných operací. Posledním státem v té době, který opustil zlatý standard, bylo USA v roce 1917.

b) Meziválečné formy zlatého standardu

V období po válce (1919 – 1924) měny volně plavaly, banky neprováděly devizové intervence a devizové kurzy byly zasaženy vysokou volatilitou. Německá marka bojovala

s hyperinflací a zlato se ukázalo jako potřebný prostředek pevného systému měny, který začaly požadovat i další země.

Standard zlatého slitku

Jednou z forem obnovení zlatého standardu byl standard zlatého slitku, jehož forma se prosadila zejména v Anglii. Charakteristickým rysem tohoto standardu byla omezená konvertibilita peněz za zlato. Pro měnové účely bylo zlato směnitelné pouze ve formě tzv. zlatých slitků, jejichž průměrná váha byla 12,5 kilogramů. Ke koupi takového slitku bylo zapotřebí značné peněžní částky, která byla pro většinu obyvatel nepřekonatelnou překážkou. Zlato tak v ekonomice přestalo plnit funkci oběživa a platidla, navíc plnohodnotné mince byly z oběhu stahovány a ražení nových zlatých mincí bylo zakázáno. Zcela přirozeným důsledkem bylo odtržení pohybu ceny zlata od cen zboží, což dalo vzniknout nesouladu mezi nominální a reálnou hodnotou obíhajících peněz.

Standard zlaté rezervy

Jak uvádí Revenda (2013) tento standard bývá spojen se zrušením povinné směnitelnosti peněz za zlato. Příkladem standardu zlaté rezervy je meziválečná československá koruna, která nebyla směnitelná za zlato. Na území Československa byl mimo jiné přijat v roce 1919 zákon o vytvoření zlatého pokladu republiky pro měnové účely, který vyzýval občany ke zlaté sbírce, zakázal vývoz zlatých mincí a nezpracovaného zlata a obsahoval také nabídkovou povinnost zahraničních měn.

Standard zlaté devizy

Standard zlaté devizy je obměnou standardu zlatého slitku. Banky neměly povinnost směňovat peníze přímo za zlato, ale za zlaté devizy. Jednalo se o situaci, kdy banka prodávala vlastní měnu za devizy denominované v takových měnách, které byly v zahraničí volně směnitelné za zlato. Hlavní výhodou standardu zlaté devizy bylo, že banky nemusely držet ve svých rezervách takové množství zlata, jako v případě standardu zlaté mince nebo zlatého slitku. Jednalo se také o jedinou formu zlatého standardu, která brala v úvahu nerovnoměrné rozdělení zásob zlata ve světě. Přestože byla zásoba zlata koncentrována jen na několika málo místech, vůbec to nebránilo ve fungování tohoto měnového režimu. Jednou z podmínek existence standardu zlaté devizy je existence státu s měnovým režimem založeným na standardu zlaté mince nebo slitku.

Za rozpadem meziválečného systému zlatého standardu stojí vícero důvodů. Jedním z nich bylo nesprávné stanovení zlatého obsahu měn. Ekonomické prostředí se po první

světové válce vyznačovalo značnou nestabilitou, která znesnadňovala zemím odhadnout reálnou hodnotu kurzu. Udržováním nadhodnocené či podhodnocené parity vedlo společně s nedostatečnými zásobami zlata ke ztrátám ve výrobě, prohlubování deficitů platební bilance a následně k restrikcím v mezinárodním obchodě. Pro záchranu své ekonomiky se země snažily podpořit export devalvováním své měny, což ale vedlo k naprosté panice na devizových trzích, neboť „postižené“ země na oplátku devalvovaly svou měnu, aby obnovily původní paritu. Mezinárodní měnový systém se tak zhroutil a zásoby zlata byly vyčerpané.

Světová hospodářská krize ve spojení s pádem zlatého standardu vyvolala vlnu spekulativních útoků zejména na německou marku a britskou libru. S cílem stabilizovat svou měnu a navázat ji na nějakou kotvu se země začaly sdružovat do neformálních tzv. *měnových bloků*.

- *Librový blok*. V roce 1931, kdy anglická libra opustila zlatý standard a došlo k její následné devalvaci, byl vytvořen librový blok. V této skupině bylo Britské společenství, pobaltské, skandinávské, africké státy a Austrálie. Všechny členské země měly většinu svých rezerv v Londýně.
- *Dolarový blok*. Vznikl po zrušení zlatého standardu v USA² a v roce 1934 jej tvořily mnohé státy celého amerického kontinentu.
- *Zlatý blok*. Země jako je Francie, Belgie, Nizozemsko, Švýcarsko, ale také Československo udržovaly zlatou paritu až do roku 1935.

2.2.2 Mezinárodní standard zlaté měny (25. 9. 1936 - 70. léta 20. st)

Postupné rušení zlatého standardu způsobené nedostatečnou nabídkou zlata pro měnové účely, které se promítalo v nedostatečném množství peněz v oběhu, vedlo k deflačním tlakům a k poklesu reálného výstupu. Zlatý standard byl veden pouze na omezené konvertibilitě k americkému dolaru, a proto se standard zlaté měny také označuje termínem zlatý dolarový standard či zlatý standard dolarové devizy.

V roce 1936 došlo k podpisu Tripartitní dohody mezi USA, Velkou Británií a Francií a později se připojily i další země. V této dohodě se USA zavazovala k prodeji

² Spojené státy opustily zlatý standard v roce 1933 a v roce 1934 devalvovaly svou měnu o 41% (z 20,67 USD na 35 USD za trojskou unci zlata - hodnota, která později vydržela až do roku 1971). Přesto bylo zlato v USA poměrně nadhodnocené a to takovým způsobem, že (pochopitelně i „díky“ světové válce) v roce 1947 USA vlastnily 70,59 % zlatých rezerv světa.

neomezeného množství zlata ústředním měnovým autoritám signatářských zemí v ceně 35 dolarů za unci zlata.

Druhá světová válka s sebou přinesla vysoké výdaje na zbrojení a devastace Evropy vedla k zavržení jakýchkoliv pokusů zlatý standard obnovit. Válka tak způsobila rozvrat mezinárodního měnového systému a dosavadních měnových vazeb a vytvořila systém, který odpovídal hospodářské síle jednotlivých zemí po válce.

Konečná podoba poválečného mezinárodního měnového systému byla sjednána v červenci 1944 na ***konferenci v Bretton Woods*** ve státě New Hampshire (USA). Této konferenci se účastnilo 44 spojeneckých zemí, z nichž hlavní slovo měly Spojené státy americké a Velká Británie. Klíčová usnesení z konference jsou zahrnuta v Článcích dohody o Mezinárodním měnovém fondu. Základním cílem bylo vytvořit mezinárodní měnový systém, který by vedl ke stabilitě ekonomiky. Hlavní závěry jsou uvedeny v následujících bodech:

- vznikla Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj (později jedna ze skupiny institucí Světové banky) a *Mezinárodní měnový fond* (dále jen „MMF“) jako instituce, které převzaly od členských zemí část jejich pravomocí v oblasti mezinárodně měnových vztahů.
- Každá členská země je povinna podle vypočítané kvóty vkládat do MMF určité množství zlata a národní měny. Velikost kvóty slouží jako měřítko pro půjčování finančních prostředků od MMF.
- V mezinárodních měnových vztazích byla prosazena *vedoucí úloha zlata a amerického dolaru*. Americký dolar se stal rezervní měnou MMF, což znamenalo, že země budou udržovat své rezervy buď v USD, nebo ve zlatě.
- USA se zároveň zavázaly k neomezenému obchodování zlata s měnovými autoritami členských zemí na fixní úrovni 35 dolarů za unci zlata.
- Mezinárodní měnový systém byl založen na základě *fixních kurzů národních měn*, které byly napojeny na americký dolar, a ten jako jediný měl vazbu na měnové zlato.
- Každá členská země byla povinna stanovit paritu své národní měny k dolaru, a tu posléze udržovat ve flukтуаčním pásmu 2 %. Jako hlavní nástroj stabilizace kurzů byly používány přímé intervenční nákupy a prodeje USD na devizových trzích.
- Dlouhodobějším cílem bylo dosažení plné konvertibility měn.

Prvních 15 let fungování brettonwoodského měnového systému lze hovořit o období stability. Důvodem, který uvádí Stavárek (2003) byl fakt, že domácí měny členských zemí nebyly plně směnitelné, ale zároveň ekonomiky členských zemí musely dovážet zahraniční kapitál a suroviny k obnově vlastního hospodářství, k čemuž potřebovaly konvertibilní měnu. USA neměly problém s konverzí dolarů akumulovaných v zahraničí na zlato, neboť běžné účty platebních bilancí členských zemí vykazovaly ve vztahu k USA schodek.

Na přelomu 50. – 60. let se ale situace začala měnit a většina evropských zemí usoudila, že již disponuje dostatečnými dolarovými rezervami a jsou schopny zavést plnou konvertibilitu měn. Společně se zavedením úplné směnitelnosti začal růst mezinárodní obchod a vzrostla i mobilita kapitálu. Tím rostla poptávka po konvertibilních měnách směnitelných za USD a rostla tedy i poptávka po samotném dolaru. Dolarové rezervy evropských států postupně převýšily svou hodnotou dolarovou cenu zlatých rezerv a USA začaly ztrácet schopnost udržování vnější konvertibility dolaru za zlato. Samotný problém však nespočíval v nadbytečné poptávce po dolarech jako v konstantní nabídce měnového zlata. Tato situace je nazývána Triffinovo dilema, podle významného amerického ekonoma Roberta Triffin, jednoho z kritiků brettonwoodského systému.

Spojené státy nyní musely čelit zásadní otázce – buď přestanou nasycovat poptávku po dolarových rezervách, což by vedlo ke zpomalení hospodářského růstu nebo ji budou nadále uspokojovat, ale ohrozí tím důvěru ve svou schopnost garantovat směnitelnost dolaru za zlato, což by významně přispělo k rozpadu systému.

Jedním z pokusů o záchranu stávajícího systému byla zvláštní práva čerpání (SDR). Institut SDR byl založen nikoli na směnitelnosti za zlato, ale na mezinárodním závazku garantovaném doplňkem Článků dohody o MMF. Původně se SDR měla stát prioritní rezervní měnou a tím odlehčit pozici dolaru, avšak tento záměr se nezdařil. SDR byla vytvořena v červenci 1969. Původní poměr mezi dolarem a SDR byl 1 : 1, později byl poměr SDR definován ke koši měn. Avšak ani SDR problém dolaru nevyřešilo a zásoby měnového zlata se nezadržitelně snižovaly.

Situace se stala neudržitelnou. V kritickém roce 1971 saldo bilance USA dosahovalo hodnoty, která se téměř rovnala součtu všech pasivních sald od roku 1956. V témže roce mělo 13 průmyslových zemí své devizové rezervy tak vysoké, že převyšovaly o 410 % americkou zásobu měnového zlata. Neodvratitelným důsledkem bylo prohlášení prezidenta Nixona ze dne 15. srpna 1971 o dočasném zrušení konvertibility

dolaru za zlato. Ještě v témže roce došlo k devalvaci dolaru o 8 % a oficiální cena zlata stoupla na 38 USD/unci. Rovněž bylo rozšířeno flukтуаční pásmo na 5 %. O dva roky později vznikly opět tlaky na další devalvaci dolaru a po nuceném uzavření devizových trhů došlo k další devalvaci dolaru o 10 %. Zatímco dolar procházel již po několikáté devalvačními tendencemi, většina evropských měn oproti USD volně plavala a dolar přestal být oficiální rezervní měnou.

Postupná transformace mezinárodního měnového systému na systém čistě papírových peněz bez vazby na zlato byla právně dokončena v roce 1978, kdy centrální banky přestaly nakupovat zlato za pevnou cenu za svou měnu. Tím skončilo období zlatého standardu a začal se formovat mezinárodní měnový systém tak, jak jej známe v současnosti.

2.2.3 Základní principy a vlastnosti klasického zlatého standardu

V předchozí kapitole byly popsány jednotlivé formy zlatého standardu. Nyní se pokusíme o vyzdvihnutí základních principů, na kterých zlatý standard fungoval, a posléze zmíníme základní vlastnosti klasického zlatého standardu.

Ve skutečném měnovém systému zlatého standardu je základní měnovou jednotkou slitina zlata o určité ryzosti a hmotnosti nebo také zlato ve své čisté podobě. Hodnota zlata je vyjádřena nejčastěji v trojských uncích³. Za předpokladu, že má vláda monopol na ražení zlatých mincí, jejím úkolem je vytvořit zlaté mince ze zlatých prutů, které odpovídají veřejné poptávce po penězích. Zlatý standard, je tak standardem, který reguluje v domácí ekonomice množství a tempo růstu peněžní zásoby. Vzhledem k tomu, že nově vyprodukované zlato způsobuje jen malou změnu v celkových zlatých zásobách a jelikož vládní autority zaručovaly volnou směnitelnost zlata za bankovky (a opačně), zlatý standard zajišťoval poměrně stabilní nabídku peněz a tudíž i cenovou hladinu. Avšak pravidelný nárůst světové zásoby zlata v polovině 19. století, a to především díky novým nalezištím zlata v Austrálii a Kalifornii, způsobil fluktuaci cenové hladiny. Lehrman (2013) uvádí, že zlatý standard z dlouhodobého hlediska nejenže stabilizuje cenovou hladinu, ale také během průmyslové revoluce umocnil ekonomický růst vyspělých západních států.

Zlatý standard v podstatě představuje jednu z možných forem měnového režimu pevných kurzů. Země uplatňující systém zlatého standardu, definovaly hodnotu své měny

³ 1 trojská unce = 31,1034768 gramů

ke zlatu. A tak směnné kurzy mezi jednotlivými měnami byly vždy pevně vázány na zlato. Fixní směnné kurzy způsobily, že se cenová úroveň jednotlivých zemí pohybovala bez větších výkyvů obdobně. K tomuto společnému vývoji docházelo převážně díky automatickému vyrovnávacímu platebnímu procesu. Tento proces je nazýván cena – peníze - oběh⁴ a fungoval následovně. Předpokládejme, že ve Spojených státech došlo k technologické inovaci, která se promítla v ekonomickém růstu. Jelikož nabídka peněz byla v podstatě v krátkém období fixní, ceny v USA v důsledku ekonomického růstu a omezené nabídky peněz klesnou. Ceny zboží dováženého do Spojených států tak v porovnání s cenami vyváženého zboží porostou, tzn. dovoz je dražší než vývoz. Tato situace se projeví v rostoucí zahraniční poptávce po americkém zboží a naopak dojde k omezení importu. Na obchodní bilanci USA dojde k vytvoření přebytků, což znamená, že zlato (peníze) proudí ze zahraničních ekonomik do Spojených států. Příliv zlata zvýší americkou peněžní zásobu a počáteční efekt poklesu cen se začne vyčerpávat. V zahraniční ekonomice došlo k odlivu zlata, což snižuje množství peněz v oběhu, a tím snižuje i cenovou hladinu. Výsledkem je tedy opětovné vyrovnání cen mezi zeměmi. Pevný kurz také umožňuje přenášení monetárních i reálných šoků mezi jednotlivými zeměmi skrze tok kapitálu a zlata mezi zeměmi. A tak šok v jedné zemi ovlivňuje měnovou zásobu, výdaje, cenovou hladinu a reálné příjmy v jiné zemi (Bordo, 2008).

Příkladem měnového šoku je objevení nových zásob zlata v Kalifornii v roce 1848. Nově vyprodukované zlato způsobilo růst americké peněžní zásoby, a ten se projevil ve zvýšení domácích výdajů, růst nominálního příjmu a nakonec také cenové hladiny. Růst cenové hladiny se projevil zdražením amerického exportu, což vytvořilo deficit na obchodní bilanci USA. U amerických obchodních partnerů tato situace naopak vyvolala přebytek obchodní bilance. Americký schodek obchodní bilance byl financován odlivem zlata ze země, čímž došlo k poklesu peněžních zásob zlata. V zahraničních zemích vyvolal příliv zlata růst peněžní zásoby, zvýšení domácích výdajů, nominálních příjmů a nakonec růst cenové hladiny. V závislosti na zvýšení relativního podílu americké peněžní zásoby zlata na světových zásobách zlata, světové ceny a příjmy vzrostly. Ačkoli počáteční efekt způsobený novými zásobami zlata působil na zvýšení reálného produktu, v konečném důsledku efekt působil na samotné cenové hladiny (Revenda, 2013; Bordo, 2008).

Pokud by v systému zlatého standardu existovaly centrální banky, musely by fungovat „podle pravidel hry“, a to tak, aby nedošlo k narušení standardu. Jinými slovy,

⁴ Přeloženo z angličtiny - price – spiece – flow.

centrální banky by měly za úkol zvýšit diskontní úrokovou sazbu, za kterou si půjčovaly peníze komerční banky, tím by došlo k usnadnění přílivu zlata. Pokud bylo třeba urychlit odliv zlata, centrální banka měla naopak úrokovou sazbu snížit. Proto, pokud se země potýkala s deficitem obchodní bilance, od bank se očekávalo, že umožní odliv zlata ze země, a to do takové úrovně, dokud nedojde u hlavních obchodních partnerů k obnovení původního směnného kurzu (Bordo, 2008).

Vzorem je centrální banka ve Velké Británii, která svým jednáním podporovala fungování režimu zlatého standardu zejména v letech 1870 – 1914. Kdykoli Velká Británie čelila schodku platební bilance, Bank of England si byla vědoma, že čelí odlivu zlata ze země, a tak zareagovala zvýšením úrokových sazeb. Tímto krokem automaticky došlo k růstu úrokových sazeb také u ostatních anglických bank, což snížilo investiční výdaje a podpořilo ekonomické subjekty v držení zlatých zásob. Tento restriktivní zásah mohl mimo jiné způsobit pokles domácích výdajů a cenové hladiny. Zvýšení krátkodobé úrokové sazby zastavilo jakýkoliv odliv krátkodobého kapitálu a naopak způsobilo příliv krátkodobých finančních prostředků ze zahraničí (Bordo, 2008).

Většina ostatních zemí, jejichž měnový systém byl postaven na zlatém standardu, a to zejména Francie a Belgie, nedodržovala zmíněná pravidla týkající se úrokové sazby. Tyto země nikdy nedovolily, aby úrokové sazby vzrostly do takové míry, že by ovlivnily domácí cenovou hladinu. Mnoho zemí také provádělo sterilizační opatření, skrze které upravovaly domácí peněžní zásobu na takovou úroveň, aby odpovídala vnější rovnováze. Pokud si například francouzská centrální banka přála zabránit růstu množství zlata v oběhu, prodala cenné papíry výměnou za zlato, čímž snížila množství zlata v oběhu (Bordo, 2008).

Základní vlastnosti klasického zlatého standardu tedy jsou: (1) Zlatý standard vymezil určitý limit pro peněžní expanzi z důvodu omezené nabídky zlata, na kterém byla peněžní zásoba národní měny založena. Naopak dnes u nekrytých peněz neexistuje limit na jejich emisi a neplnohodnotné peníze tak mohou pozvolna expandovat. Zlatý standard také obsahoval jakýsi seberegulační mechanismus, který zajišťoval dlouhodobou cenovou stabilitu. Mezinárodní měnové instituce dodržovaly pevnou cenu zlata s výjimkou válek. V systému zlatého standardu je však činnost centrální banky omezena pouze na udržování fixní ceny zlata v domácí měně. Pevnou cenu udržuje tím, že je ochotna volně koupit či prodat zlato za stanovenou cenu. Stabilní peníze v období klasického zlatého standardu

zajistily cenovou stabilitu a stabilitu měnových kurzů, která je považována za klíčový faktor pro růst mezinárodního obchodu a investic v období před první světovou válkou.

(2) Obdivovanou vlastností zlatého standardu byl automatický systém s minimálními zásahy vlády. Mechanismus vyrovnávání platební bilance fungoval na trhu se zlatem zcela automaticky bez potřebných zásahů centrálních bank. Pevná cena zlata sloužila jako důvěryhodný mechanismus zabraňující vládám, aby sledovaly své krátkodobé politické cíle a vytvářely nadměrné množství neplnohodnotných peněz. (3) Zlatý standard se podepsal také na rozvoji spolupráce mezi měnovými institucemi různých zemí. (4) Zlatý standard představoval důvěryhodný režim. Před rokem 1914 mnoho zemí zdůrazňovalo význam směnitelnosti za zlato v pevném poměru, a aby neohrozily směnitelnost, byly země ochotné vzdát se expanzivní měnové a fiskální politiky při hospodářských krizích. Jedinou výjimkou byly extrémní situace jako válka či finanční krize.

2.3 Zlatý standard v USA

Následující text se zabývá historií zlatého standardu ve Spojených státech amerických, které se v průběhu 20. století staly světovou velmocí a začaly určovat směr mezinárodní ekonomiky. Pro přehlednost jednotlivých vývojových fází zlatého standardu, je vložena také tabulka 2.1 Následující text je sepsán po prostudování následujících publikací: Revenda (2013), Elwell (2011), Bordo (2008), Rothbard (2001).

Tab. 2.1 *Vývoj zlatého standardu ve Spojených státech*

Rok	Spojené státy americké
1792	Definování dolaru ke zlatu a stříbru (bimetalismus; The Coinage Act); poměr Ag:Au = 15: 1
1834	Nové definování dolaru ke zlatu i stříbru (bimetalismus); Ag:Au=16:1 (až do roku 1933)
1863	Zahájení centralizace emise bankovek (National Bank Act)
1879	Zavedení zlatého standardu (demonetizace stříbra); zákon z roku 1873
1900	Zavedení směnitelnosti dolaru za zlato (20,60 USD / unce; Gold Standard Act)
1913	Založení Federálního rezervního systému (minimální krytí bankovek zlatem; 40%)
1933	Devalvace USD z 20,67 / unce na cenu 35,00 / unce; zrušení pevného poměru Ag:Au
1933	Soukromé subjekty –záказы držby měnového zlata, povinnost prodeje zlata bankám (20,67 USD / unce.)
1971	Zrušení směnitelnosti dolaru za zlato, konec standardu zlatého dolaru, devalvace (38 USD / unce)

Zdroj: převzato z Revenda, 2013

2.3.1 Období bimetalismu (1785 – 1862)

Prvním krokem, který vedl k vytvoření měnového systému ve Spojených státech, bylo uzákonění oficiálního platebního prostředku. To se stalo v roce 1785, kdy americký kongres rozhodl o přijetí španělského (stříbrného) dolaru jako své oficiální měny. Měnová politika USA fungovala původně na základě bimetalismu, ve kterém byl definován poměr dolaru ke zlatu i stříbru. Z celé historie Spojených států, tvoří období, kdy byl měnový systém založen na zlatém standardu ve skutečnosti jen necelou jednu čtvrtinu.

V roce 1792 byl přijat zákon o ražbě mincí, který se stal součástí samotné Ústavy. Tento zákon přičinil právo na ražbu zlatých mincí a na regulování jejich hodnoty kongresu Spojených států. Zákon přijal hodnotu dolaru, která byla definována ke zlatu a stříbru, tak jak to bylo rozhodnuto v roce 1786. Hodnota jednoho dolaru byla zafixována na 371,25 granátů⁵ čistého stříbra. Mince byly raženy z čistého stříbra spolu s dalšími kovy, a tak vznikla slitina mince o hodnotě 416 granátů. Zlaté mince byly denominovány v hodnotě 10 dolarů (247 granátů čistého zlata) a čtvrt dolarů (61 granátů čistého zlata). Směnný poměr mezi zlatem a stříbrem byl stanoven následovně $Ag : Au = 15 : 1$.

Problémem bimetalismu je, že měnový systém dané země podléhá světovému trhu kovů, na kterém tržní poměr ceny zlata a stříbra kolísá. Bimetalismus se tak může zvrhnout do střídavého zlatého nebo stříbrného monometalismu. Tato situace se udála v USA, kde začala růst tržní hodnota zlata. Hodnota zlata k stříbru vzrostla nad stanovený poměr 15:1 a na volném trhu se stalo výhodné směňovat zlato za stříbro. To způsobilo téměř úplné vymizení zlatých mincí z oběhu mezi domácnostmi. Zlato se začalo využívat především pro účely zahraničního obchodu. Přestože oficiálním měnovým systémem v USA v letech 1792 – 1834 byl bimetalismus, pro mnoho let z tohoto období je charakteristický oběh především stříbrných mincí.

Na počátku 19. století byly v Americe objeveny nové zásoby zlata, které způsobily mírný pokles jeho ceny, ale ne dostatečně velký na to, aby odstranil podhodnocenou hodnotu zlata. V roce 1834 americký kongres rozhodl o snížení zlatého obsahu mincí a definoval nový poměr stříbra a zlata v hodnotě 16 : 1, který byl stanoven nad aktuální tržní poměr. Výsledkem však nebyl očekávaný návrat k bimetalismu, ale spíše přechod od stříbrného monometalismu ke zlatému monometalismu. To se potvrdilo v 50. letech

⁵ 100 granátů = 6,4799 gramů; 1 unce zlata = cca 480 granátů čistého zlata;

19. století, kdy došlo k objevům nových nalezišť zlata, což vedlo k téměř úplnému vymizení stříbrných mincí.

2.3.2 První nekryté papírové bankovky (1862 – 1879)

Rychle rostoucí náklady způsobené Občanskou válkou vedly k rozšíření nekrytých papírových peněz. Tato forma peněz nebyla do té doby žádným způsobem uzákoněna, ale v oběhu již pár papírových peněz, které byly plně směnitelné za zlato nebo stříbro, kolovalo. Jednalo se především o soukromé bankovky, několik státních dluhopisů a směnky. V roce 1861 ministerstvo financí oznámilo, že se státní pokladna potýká s dluhem ve výši 90 milionů dolarů. A v témže roce vláda vznesla požadavek na 320 milionů dolarů na krytí svých výdajů. Aby americká vláda utišila rostoucí finanční tlaky, vydala tržní cenné papíry směnitelné za zlato a stříbro. Banky však byly zanedlouho nuceny směnitelnost pozastavit. V roce 1862 vláda poprvé vydala bankovky, které měly být vyměněny za zlato či stříbro buď k určitému datu v budoucnosti, nebo na základě budoucí poptávky. Vláda však nepronесla žádné oficiální prohlášení, které by zaručovalo jejich konvertibilitu. Tyto bankovky byly nazývány greenbacks⁶ a staly se zákonným platidlem. Greenbacks byly vydány v tak velkém množství, že důsledky v podobě vysoké inflace na sebe nedaly dlouho čekat.

Na trhu nastávala podobná situace jako u stříbra nebo zlata, které bylo vytlačeno z oběhu, z důvodu existence „lepší“ měny. Soukromé bankovky nebo směnky, které i ještě stále udržovaly svou směnitelnost za zlato, byly nahrazovány „zelenými bankovkami“. Později vláda vydala zákon, který zakázal používat jakékoli směnečné prostředky s vazbou na drahý kov a pokud nějaké takové bankovky byly v oběhu, tak je vláda prohlásila za své osobní vlastnictví. Poté co válka skončila, se vláda rozhodla vrátit zpět ke zlatému monometalismu ve stejné paritě jak fungoval před válkou. Aby toho docílila, bylo potřeba stáhnout z oběhu greenbacks. V roce 1875 bylo rozhodnuto o snížení množství těchto bankovek na 300 milionů dolarů, nicméně v roce 1878 byl jejich počet zmražen asi na 347 milionů dolarů. Požadovaného směnného kurzu mezi greenbacks a dolary definovanými ke zlatu, bylo dosaženo v roce 1879. Vláda se zavázala ke splacení svých dluhů ve zlatě a ke konvertibilitě greenbacks za zlato. Bankovky se opět staly dokonalými substituty zlatých mincí. V měnovém systému však nastaly dvě důležité změny: (1) vláda

⁶ Doslovně přeloženo jako zelené bankovky.

se stala emitentem papírových peněz splatných na požádání a (2) papírové peníze byly od té doby zákonným platidlem.

2.3.3 Klasický zlatý standard (1879 – 1933)

Přestože klesající cena stříbra na počátku 70. let 19. století nahrávala spíše k obnovení stříbrného standardu, Spojené státy ukotvily svou měnu ke zlatu a přijaly právní úpravu, která zemi zabránila přechodu na stříbrný standard či bimetalismus. O tomto zákonu, který byl přijat roku 1873, hovoří bývalý senátor Spojených států Reagan jako o „*největším legislativním zločinu a o nejzávažnějším spiknutí proti blahobytu občanů Spojených států a Evropy, kterého tato nebo jakákoli jiná doba byla svědkem.*“ (Friedman, 1997, str. 57). V Ražebném zákonu, jak se oficiálně nazýval, nebyl zahrnut stříbrný dolar do seznamu mincí, které budou raženy. Zastánci stříbra se domnívají, že kdyby tento osudný řádek nebyl v zákoně opomenut, jistě by v roce 1879 došlo k návratu kovového standardu na bázi stříbra. Tomu nasvědčoval již zmíněný pokles poměru ceny stříbra k ceně zlata, který se projevoval dlouhou dobu před přijetím Ražebného zákona. Za takovýchto okolností by došlo k vytlačení zlata z oběhu jako lepší měny a k jeho nahrazení stříbrnými dolary.

Tomu, že si Spojené státy zvolily cestu zlatého standardu, přispělo uspořádání měnového režimu v Evropě. Zde docházelo od počátku roku 1870 k přesunu mnohých evropských zemí od stříbrného nebo bimetalického standardu k čistému zlatému standardu. Většina těchto zemí následovala kroky Velké Británie, která byla tehdy uznávána za dominantní ekonomickou sílu. Na konci 70. let 19. století byly jedinými dvěma velkými zeměmi fungujícími na efektivním stříbrném standardu pouze Indie a Čína. Výsledný růst poptávky po zlatě spolu s růstem nabídky stříbra pro neměnové účely způsobil dramatický nárůst poměru ceny zlata k ceně stříbra (viz příloha č. 1).

Následující období je jediným obdobím v historii Spojených států, které lze nazvat zlatým standardem. Jedná se o léta 1879 – 1933. Součástí přípravy Ministerstva financí Spojených států na návrat ke kovovému standardu bylo shromažďování zásob zlata. Ke konci roku 1879 byly zásoby měnového zlata v držení ministerstva i soukromých subjektů 7 % celkové světové zásoby zlata a o deset let později již činily 20 % světové zásoby zlata. Díky přechodu většiny zemí na zlatý standard došlo k nárůstu světové poptávky po zlatě pro měnové účely. Současně docházelo ke zpomalení míry růstu světových zásob zlata a k rostoucí výrobě zboží a služeb. To mělo dopad na pokles cenové

hladiny vyjádřené ve zlatě. Tlak na pokles cen byl do jisté míry zmírněn rychlým rozvojem bankovního systému, který zvýšil množství peněz v ekonomice. Na druhou stranu, ale rostoucí reálný důchod spolu s rozšiřující se monetizací ekonomických aktivit a poklesem cenové hladiny opět zvýšil tlak na pokles cen, a to tím, že přivedl veřejnost k držbě větší hotovosti ve vztahu k jejich důchodu. Výsledkem byla deflace, která trvala od roku 1875 do roku 1896 ve výši zhruba 1,7 % za rok. Tato deflace následovala po ještě prudší deflaci, se kterou Spojené státy bojovaly v průběhu Občanské války.

Zdá se, že rozhodnutí o zavedení zlatého standardu bylo shodou nepříznivých okolností špatně načasováno. Spojené státy se totiž dostaly do ekonomické a finanční krize. Revenda (2013, str. 107) píše, že *„krize se v USA projevila nejdříve na prudkém propadu cen akcií a na častých bankrotech železničních společností, které vedly k panice na burze cenných papírů a k následným bankovním runům. Postupně se přidávaly problémy v celé řadě dalších odvětví.“* Zlatý standard se potýkal s mnohými problémy. Jedním z nich byl permanentní tlak na odliv zlata z ekonomiky, proti kterému se Spojené státy bránily zvyšováním úrokových sazeb, často bez ohledu na dopady na ekonomický vývoj a zaměstnanost. Obyvatelstvo se potýkalo s vysokou nezaměstnaností nad úrovní 10 % a ve společnosti všeobecně panovala vyostřená nálada. V 90. letech 19. století se již USA nacházely v hluboké recesi, která se projevovala nejen v soukromé sféře, ale také ve veřejném sektoru. Rostoucí schodky ve státním rozpočtu byly kryté emisemi papírových peněz, což vedlo ke snižování zlatých rezerv USA. Při tehdejšímu tempu „čistého“ odlivu zlata by došlo k vyčerpání zlatých zásob během dvaceti dní. Spojeným státům nemohla pomoci ani Evropa, kde celá řada států byla postižena podobnými problémy. Situace se nakonec uklidnila poté, co se podařilo Spojeným státům vyjednat si půjčky u některých evropských bank. Na počátku 20. století se situace začala uklidňovat, přesto ale je období až do 1. světové války doprovázeno výkyvy ekonomické aktivity. Zlaté zásoby USA začaly postupně růst, ale dominantní roli v oběhu již měly papírové peníze a celý systém fungoval spíše na důvěře.

Významným mezníkem v USA bylo založení Federálního rezervního systému (FED) v prosinci 1913. Ten se skládal z dvanácti regionálních bank, které nominálně vlastnili soukromí bankéři, ale ve skutečnosti tyto banky byly ovládány vládou. Impulsem k založení FEDu byla částečně krize, která v roce 1907 zasáhla americký bankovní a finanční systém. Dopady vzniku Federálního rezervního systému na zlatý standard byly mizivé. Bankovky, které FED začal vydávat jako zákonný platební prostředek, zůstaly

ve všech směrech kryté zlatem. Dolar byl tak stále definován ve zlatě a FED se podílel na zachování dosavadního měnového režimu.

Období od druhé poloviny 19. století až po první světovou válku je metalisty vyzdvihováno jako zářný příklad fungování zlatého standardu. Toto období se těší oblibě také u ekonomů liberálního proudu, a to zejména u stoupenců Rakouské školy, kteří byli zastánci svobodného bankovníctví⁷. Zlatému standardu většinou přisuzují samoregulační schopnost, díky které se daří opakující se krize zvládat v poměrně krátkém časovém horizontu. Dalším významným bodem je to, že tito ekonomové nepovažují cyklické výkyvy ekonomiky za nic špatného, ale spíš za očisťující proces od neživotaschopných podniků a bank. Tento systém měl však i své odpůrce, kteří se snažili omezit opakující se krize. Na základě toho došlo ke vzniku centrálního bankovníctví, které umožnilo některým bankám pružněji reagovat na cyklické výkyvy na úkor plného krytí, které bylo potlačeno.

Období po 1. světové válce

Konec zlatého standardu však nepřinesli ekonomové ani finanční krize, ale první světová válka. Během tohoto období byla velká část světa nucena zlatý standard opustit. Řada zemí se po válce pokusila o obnovení alespoň částečné směnitelnosti peněz za zlato, ale pokusy neměly dlouhého trvání. Hlavní podobou zlatého standardu v meziválečném období byl standard zlaté devizy a od roku 1934 standard zlaté měny – amerických dolarů k tomu ale později. Velká Británie společně s dalšími evropskými státy, které ji následovaly, začala používat od roku 1926 měnový systém, který by se dal nazvat *pseudo zlatý standard*. Britské libry a ostatní měny již nebyly volně směnitelné za zlaté mince, ale pouze za zlaté pruty, které byly používány při mezinárodních transakcích. To vedlo k většímu rozšíření papírových peněz nebo mincí z běžných kovů a slitin a umožnilo růst inflace. Takovéto peníze jsou v podstatě kryty pouze příslibem vlády, že vlastní dostatečné zásoby zlata ve svých trezorech.

Spojené státy byly v porovnání s Evropou zasaženy první světovou válkou jen mírně. Dokonce se jim podařilo v průběhu 1. světové války zlatý standard udržet nejdéle ze všech zemí a staly se tak rozhodující ekonomickou velmocí, neboť měna krytá zlatem znamenala prestiž a uznání v očích okolních států. Období klidu, ale netrvalo

⁷ Systém svobodného bankovníctví stojí na velice jednoduchých principech a nefiguruje v něm žádná centrální banka, protože v takovémto systému není zapotřebí. Peníze jsou emitovány soukromými bankami. Banky emitují peníze na základě krytí zlatem popřípadě jinou komoditou či komoditami, a bankovky či mince jsou za ně plně směnitelné (Šedivý, 2013).

dlouhou dobu, neboť jedenáct let po skončení 1. světové války se svět dostal do velké ekonomické krize, která byla za další desetiletí následována 2. světovou válkou. Za jednu z příčin ekonomické krize je považován růst tržní ceny zlata, který v podmínkách zlatého standardu vedl k celosvětové deflaci. FED se obával odlivu zlata ze Spojených států, kterému chtěl zabránit zvýšením úrokových sazeb. Tento krok ale celou situaci ještě více zhoršil a podpořil deflační tendence. Vláda i FED se rozhodly pro minimální zásahy do ekonomiky a vložily důvěru v její samoregulační schopnost. Špatně vedené podniky nebo i banky musely odepsat své ztráty, musely restrukturalizovat nebo zkrachovat a v ekonomice zůstaly jen životaschopné subjekty. Obchodníci museli snížit ceny a továrny musely zavést méně nákladné výrobní postupy. Nedošlo ani k tištění nových peněz, což by bylo v této situaci kontraproduktivní.

V mnoha zemích docházelo k rušení zlatého standardu, které mělo prakticky stejné důvody, a to nedostatečná nabídka zlata pro měnové účely a z ní plynoucí nedostatečné množství peněz v oběhu. Opět jedinou zemí, která si zlatý standard udržela, byly USA. Revenda (2013) píše, že se Spojeným státům americkým podařilo vazbu na zlato udržet především díky svému mocenskému postavení největší světové velmoci a výraznému omezení směnitelnosti, kdy bylo domácnostem zakázáno nárokovat si zlato za dolary. Krize mimo jiné vedla firmy k osvojení si nových principů a napomohla tak k nastartování jednoho z nejvíce progresivních období konzumní společnosti. A pro politiky a ekonomy zde vyvstala výzva v podobě vytvoření nového zlatého standardu.

Nový měnový systém nebyl jen výzvou, ale především potřebou, která byla vyvolána zejména tím, že v oběhu bylo stále moc peněz, které nebyly kryté zlatem (viz tabulka 2.2). To nebyl problém pouze ve Spojených státech amerických, ale v podstatě žádný stát neměl dostatečné množství zlata, k úplnému nebo alespoň částečnému krytí. Je tedy zřejmé, že se státy již nemohly vrátit k měnovému režimu, který fungoval před válkou.

Tab. 2.2

Krytí dolaru zlatem v letech 1921 a 1929

Období	Dolary v oběhu	Kryto zlatem	Nekryté
Červen 1921	44,7	2,6	42,1
Červen 1929	71,8	3,0	68,8

Zdroj: převzato z Rothbard str. 94

2.3.4 Standard zlatého dolaru

S nástupem amerického prezidenta Franklina Roosevelta došlo ke změně vládní politiky. V sérii legislativních a výkonných opatření došlo v roce 1933 ke zrušení konvertibility měny za zlato a soukromé zásoby zlata byly znárodněny za cenu 20,67 dolarů za unci. Bankám bylo zakázáno vydávat zlato, aby tak nedošlo k výrazným odlivům zlata ze země a případně k runům na banky. Tento příkaz platil nejen pro domácí, ale také pro zahraniční transakce. Prezidentovi byla udělena pravomoc změnit zlatý obsah dolaru⁸ a financovat potřeby vlády prostřednictvím tištění nových peněz až do výše 3 milionů dolarů. Na počátku roku 1934 byl schválen Gold Reseve Act, který stanovil novou cenu zlata ve výši 35 dolarů za trojskou unci a stáhl z oběhu zbývající zlaté mince. Prostřednictvím tohoto zákona došlo k znárodnění veškerých zásob zlata. Vláda také převzala kontrolu nad obchodováním se zlatem a všemi podniky, které se zlatem pracovaly kromě uměleckých a průmyslových firem. V roce 1935 Nejvyšší soud zrušil veškeré vládní doložky denominované ve zlatě a vláda mohla plnit své závazky skrze papírové peníze. V důsledku prováděné politiky hodnota dolaru oslabila, což vedlo k poklesu nominální hodnoty dluhů, které měla vláda splatit ve zlatě.

Druhá světová válka představovala pro zlatý standard obecně velký problém. Během války došlo k znehodnocení veškerých měn, které byly do té doby alespoň částečně kryty zlatem a státy opět začaly tisknout ve velkém nekryté peníze za účelem krytí válečných výdajů.

Role zlata v měnovém systému byla v následujících letech velmi omezená. V roce 1944 byla pořádána mezinárodní měnová a finanční konference v Bretton Woodu, jejímž cílem bylo potlačit toky peněz v mezinárodním měřítku, které zhoršovaly dopady světové hospodářské krize umocněné světovou válkou. Konference se účastnilo 44 zemí. USA zastupoval White, který se často dostával do střetu s Keynesem, který zastupoval britskou delegaci. Oba přední ekonomové měli různé názory na nové uspořádání měnového systému. Keynes prosazoval novou světovou měnu bancor, která měla být kryta 30 komoditami včetně zlata a s jednotlivými zeměmi by byla spojena pevnými měnovými kurzy. Podle White touto měnou měl být americký dolar, který měl být kryt mohutnými zlatými zásobami amerického FEDu. White se svým názorem neuspěl a myšlenka nové světové měny bancor se tak stala minulostí.

⁸ Prezident mohl snížit zlatý obsah dolaru až o 50 %.

V rámci dohody v Bretton Woodu byl udržován zlatý dolarový standard se zrušenou domácí konvertibilitou zlata⁹ a stal se posledním směnitelným systémem na světě. Jeho podstata spočívala v smyslu, že USA definovaly paritu dolaru za zlato (35,2 dolarů za 1 trojskou unci zlata) a ostatní země definovaly své parity na dolar, čímž vznikla soustava pevných měnových kurzů. Jednotlivé státy mohly držet zlaté rezervy, avšak očekávalo se, že k vyrovnávání sald obchodní bilance s ostatními zeměmi bude docházet prostřednictvím volně směnitelných měn některých států, především ale v dolarech. A tak v následujících letech docházelo jen zřídka k využívání zlata pro mezinárodní transakce. K poskytnutí dočasné likvidity státům byl vytvořen Mezinárodní měnový fond, který měl zabránit případné deflaci.

Téměř okamžitě se ale objevily nedostatky tohoto systému. Jednotlivé státy totiž nedisponovaly dostatečnou disciplínou, která byla typická pro klasický zlatý standard. Klasický zlatý standard, který by omezoval inflaci a zvláště tu americkou byl pryč. Výsledkem byly pravidelné měnové krize¹⁰ a pokles důvěry v americký dolar. V 50. a 60. letech 20. století Spojené státy umocňovaly růst inflace. S rostoucí inflací bylo brzy nemožné udržet v oběhu stříbrné mince. V roce 1965 byly, na základě rozhodnutí kongresu, nahrazeny mincemi raženými z mědi a niklu. V téže roce došlo také ke zrušení povinnosti držet zlaté rezervy oproti depozitům FEDu. V 70. letech dosahovala inflace až dvouciferných hodnot. Její příčinou byla především velká úvěrová expanze, způsobená z části vietnamskou válkou.

Světové měny vstupovaly do tohoto měnového systému na starých paritách stanovených před 2. světovou válkou. Většina parit však byla díky válkou způsobené inflaci a znehodnocování měn výrazně nadhodnocena. Zatímco zlatá parita dolaru byla uměle podhodnocena. Tento nesoulad způsobil, že dolar se stal poměrně vzácným a poptávka ve světě po něm rostla. Postupem času se ale začaly dolarové bankovky hromadit a kupní síla dolaru začala klesat. V klasickém zlatém standardu by tato situace způsobila odliv zlata ze Spojených států a návrat kupní síly dolaru na jeho původní hodnotu. Tato brzda bránící produkci inflace začala skutečně fungovat. Evropské státy začaly směňovat uložené dolary za zlato. Zásoba zlata ve Spojených státech poklesla z více než 20 miliard dolarů na pouhých 9 miliard dolarů. Spojené státy se pokoušely zastavit pokusy evropských zemí směnit dolary za zlato. Avšak i přes

⁹ Dolar zůstal směnitelný za zlato pouze pro zahraniční vlády a centrální banky.

¹⁰ Např. v roce 1960 došlo k obrovské panice na trhu zlata, která vedla k růstu jeho ceny na 40 dolarů za unci.

snížující se zlaté rezervy docházelo v americké ekonomice stále k růstu inflace a zdánlivě věčný a nezničitelný měnový systém se začal rozpadat.

Dalším faktorem, který se podepsal na ukončení měnového systému s vazbou na zlato, byl rozdílný vývoj ceny zlata na soukromém trhu v porovnání s úředně stanovenou cenou zlata. Zatímco ve Spojených státech nebyly soukromé trhy se zlatem praktikovány, v zahraničí byly poměrně rozšířené. Problémem bylo, že ceny zlata na těchto trzích měly tendenci odchylovat se od úředně stanovené ceny zlata. Spojené státy a další země se proti tomuto snažily bojovat skrze intervence směřované na soukromé trhy, v nichž byly prodány velké zásoby zlata. V roce 1968 se ale tento systém intervencí zhroutil a státy byly nuceny přijmout novou politiku, která umožňovala odchýlení soukromé tržní ceny zlata od jeho úředně stanovené ceny. Spojené státy začaly omezovat vykupování dolarů za zlato, a to co bylo dosud běžné, se stalo otázkou jednání. V tomtéž roce vyšlo Washingtonské prohlášení, ve kterém se kapitalistické státy zavázaly, že nebudou předkládat své dolary k výměně za zlato a že ho neuvolní za dolary těm subjektům, které by jej mohly prodávat na volném trhu, kde se mezitím začala volná cena lákavě zvyšovat.

Ochabující americké hospodářství a silný růst jiných zemí způsobily, že americký dolar byl pod značným tlakem. Dne 15. srpna 1971 prezident Nixon oznámil, že s okamžitou platností USA nebude zajišťovat směnitelnost dolarů na zlato a v podstatě došlo ke kolapsu brettonwoodského systému trvajícího od roku 1944. V prosinci téhož roku byla svolána mezinárodní měnová konference s cílem nalézt nějaké řešení, která vyústila Smithsoniánskou dohodou. Tato dohoda znamenala, že měnové kurzy vyspělých zemí zůstaly navzájem relativně pevné, neboť se mohly pohybovat v rozmezí $\pm 2,5 \%$ od stanovené parity k dolaru. Kurz německé marky byl stanoven na 3,22 DEM/USD a cena zlata se zvýšila z 35 na 38 dolarů za unci. Několik měsíců po této dohodě byl dolar dále devalvován o 10 %, čímž se cena zlata zvýšila na 42,22 dolarů za unci.

Na počátku 80. let po zrušení všech formálních vztahů mezi zlatem a mezinárodním měnovým systémem vznikl požadavek na návrat ke zlatému standardu, a to ve zprávě americké Zlaté komise z roku 1982. Zastánci zlata věřili, že lékem vysoké inflace v zemích OECD v 70. letech a na počátku 80. let 20. století by mohl být návrat k disciplíně zlaté jmenovité kotvy. Zpráva však nedoporučila změny ve statusu zlata v USA.

3 ROLE ZLATA V MĚNOVÉ POLITICE

Třetí kapitola analyzuje využití zlata v měnové politice. Na základě charakteristik zlatého standardu, který byly uvedeny v předchozí části práce, se budeme věnovat zlatu a jeho schopnosti ochránit společnost před inflací a volatilitou směnných kurzů. Dále se kapitola zabývá vývojem kupní síly zlata v porovnání s kupní silou dolaru a v neposlední řadě je zde zmíněno využití zlata jako součást měnových rezerv centrálních bank.

3.1 Vymezení souboru dat a metodiky

Metodika práce je založena na grafické a statistické analýze, zkoumající příčinné souvislosti mezi dvěma jevy, a to v první řadě mezi zlatem a inflací a za druhé mezi zlatem a směnnými kurzy vybraných měn. Příčinnou souvislostí neboli korelací mezi dvěma jevy se rozumí situace, kdy výskyt určitého jevu vyvolává existenci jevu druhého. Pro sílu závislosti (korelace) platí, že se pohybuje v hodnotách od $<-1,1>$. Pokud se hodnota korelačního koeficientu pohybuje kolem nuly, značí to lineární nezávislost. Čím blíže je korelační koeficient hodnotě 1 a *minus* 1, tím je stupeň závislosti mezi pozorovanými veličinami významnější. Záporně zkorelované hodnoty představují nepřímou lineární závislosti. (Šalounová, 2010).

Pro účely analýzy zlata jako ochrany proti inflaci práce vychází z databáze Measuring Worth, která obsahuje data o vývoji cenové hladiny od roku 1774. Vývoj inflace je měřený indexem spotřebitelských cen (CPI). Tento index vyjadřuje, jak se změnila cena daného koše komodit v běžném období oproti základnímu období, při stále stejném koši komodit základního období. V průběhu více než dvou století docházelo ke změnám spotřebitelských preferencí a zvyšování kvality zboží a služeb. Tato dlouhodobá série dat je proto složena z různě konstruovaných indexů spotřebitelských cen a údaje jsou tímto částečně zkreslené. Práce využívá také deflátor HDP, který stejně jako CPI vypovídá o tempu růstu cenové hladiny. Rozdílem mezi CPI a deflátorem HDP je ten, že pro výpočet deflátoru HDP se vychází z veškerého zboží vyprodukovaného v ekonomice za dané časové období (zpravidla rok) a nikoliv pouze z vybraného koše komodit, jak tomu je u CPI. (Kotlán a kol., 2001). Historická roční data týkající se vývoje ceny zlata pocházejí taktéž z databáze Measuring Worth. Při analýze inflace a ceny zlata v kratším období, počínajícím rokem 1970, jsou využívána měsíční data, která poskytuje databáze Federální rezervní banky v St. Louis (FRED).

Funkce zlata jako měnové kotvy je posuzována ze dvou hledisek. Nejdříve je analyzována schopnost zlata zamezit volatilitě zahraničních měn. Za tímto účelem byla provedena korelační analýza mezi cenou zlata a vybranými zahraničními měnami, které jsou základem pro výpočet USD indexu. Jedná se o index, který vyjadřuje hodnotu amerického dolaru ke koši cizích měn složeného z eura, britské libry, kanadského dolaru, švédské koruny, švýcarského franku a japonského jenu. Korelační analýza vychází z denních dat za období 1971 – 2013, která jsou uveřejněna v databázi FRED. Dále je funkce zlata jako měnové kotvy posuzována z hlediska jeho kupní síly v porovnání s kupní silou dolaru. Pro tuto analýzu jsou využita data týkající se ceny zlata a vývoje cenové hladiny, která poskytuje již zmíněná databáze Measuring Worth. V práci je také použitý údaj o ročním vývoji disponibilního příjmu na osobu zaznamenaný v databázi FRED.

Korelační analýza je zpracována za pomoci statistického softwaru SPSS, který ukazuje na sílu závislosti a významnost vztahu mezi proměnnými. Pro jednodušší zpracování dat, tabulek a grafů jsou využité funkce programu Excel.

3.2 Zlato jako ochrana proti inflaci

Jedním z nejdiskutovanějších názorů, týkající se zlata je ten, že funguje v ekonomice jako ochrana proti inflaci. Zastánci zlatého standardu spojují období, kdy měna byla navázána na drahý kov, se stabilitou či převládajícím trendem poklesu cenových hladin. Cílem kapitoly je zjistit, zda skutečně zlato funguje jako inflační kotva či nikoliv.

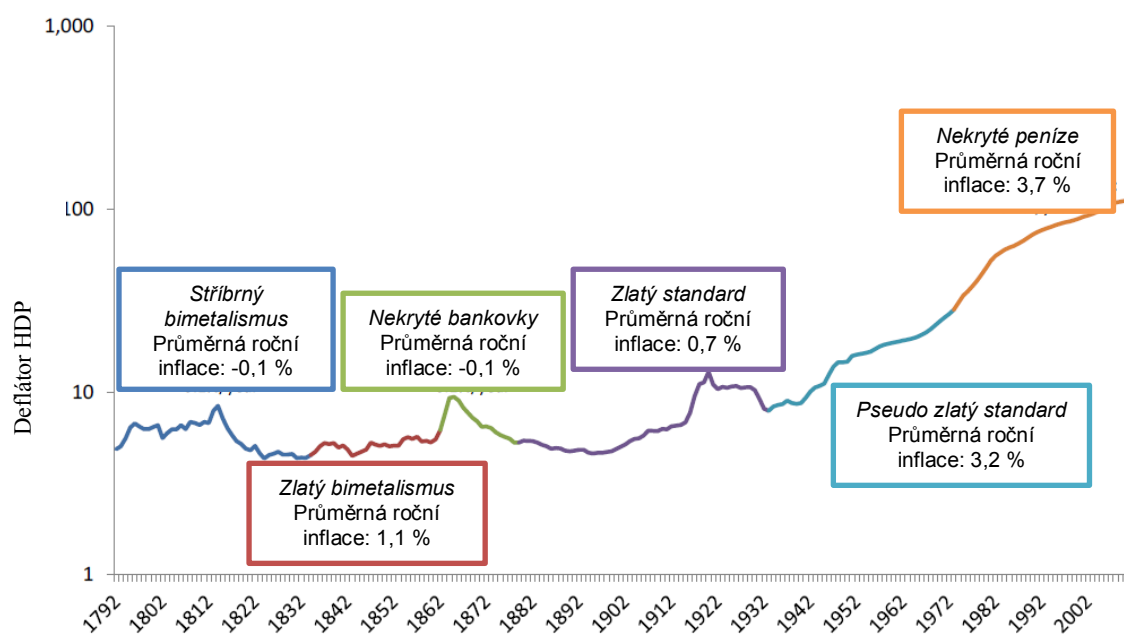
3.2.1 Vývoj cenové hladiny

Kvalita měny byla v historii posuzována podle jejího komoditního obsahu. Čím méně se snižoval obsah měny, tím byla měna kvalitnější. Podle Rothbard (2001) je v době centrálního bankovníctví měna tím víc kvalitnější, čím méně se mění její kupní síla a tedy čím méně se mění ceny v této měně udávané.

Následující graf 3.1 je vyjádřením růstu cenové hladiny Spojených států pomocí deflátoru HDP, který je měřený jako poměr nominálního a reálného hrubého domácího produktu. Graf 3.1 rozlišuje také různé měnové režimy. Od roku 1792 byl uplatňován bimetalismus s převahou stříbrných mincí, které v roce 1834 vystřídalo zlato. V období 1862 – 1879 začaly v oběhu převažovat papírové bankovky. O zlaté éře zlatého standardu se hovoří v souvislosti s léty 1879 – 1933. Toto období bylo ukončeno velkou

hospodářskou krizí a klasický zlatý standard byl nahrazen tzv. pseudo - zlatým standardem, kdy zlato bylo navázáno na dolar. Od roku 1973 měnový systém používá peníze bez jakékoli vazby na zlato či jiný reálný základ. Z grafu 3.1 je patrný výrazný nárůst cenové hladiny, a to v období, kdy ekonomika začala používat papírové peníze, které zpočátku byly směnitelné za zlato skrze dolar, ale později bylo jejich navázání na drahý kov zcela zrušeno.

Graf 3.1 *Vývoj deflátoru HDP v měnových režimech od roku 1792 v USA*



Zdroj: Harvey a Erb (2013), vlastní úprava

Bordo a Kydland (1995) se zmiňují, že zlatý standard sice podmiňuje cenovou stabilitu, ale v době války nebo jiných mimořádných vnitrostátních situací je od tohoto závazku upuštěno. Příklad lze spatřit ve válečném období ve Spojených státech v letech 1862 – 1879 a v období spojeném s 2. světovou válkou. Zajímavé je, že zkušenosti z americké občanské války, kdy v oběhu kolovaly nekryté bankovky, nevypovídají o až tak vysokém růstu cenové hladiny jako v 30. – 70. let minulého století, kdy měnový systém fungoval na zlatém standardu s vazbou na dolar, ve kterém byl růst cenové hladiny o poznání vyšší. Je pravděpodobné, že v době války Severu proti Jihu, byly Spojené státy podvědomě podmíněny zlatému standardu s cílem se k němu navrátit, a tak nedošlo k tak vysoké úrovni inflace jako po 2. světové válce, po které se už USA ani okolní svět ke klasickému zlatému standardu nevrátil.

Jednoznačné je, že cenová hladina dosahuje nejvyšších hodnot v období nekrytých peněz, které vytváří prostředí s vždy dostatečným množstvím financí na politické výdaje,

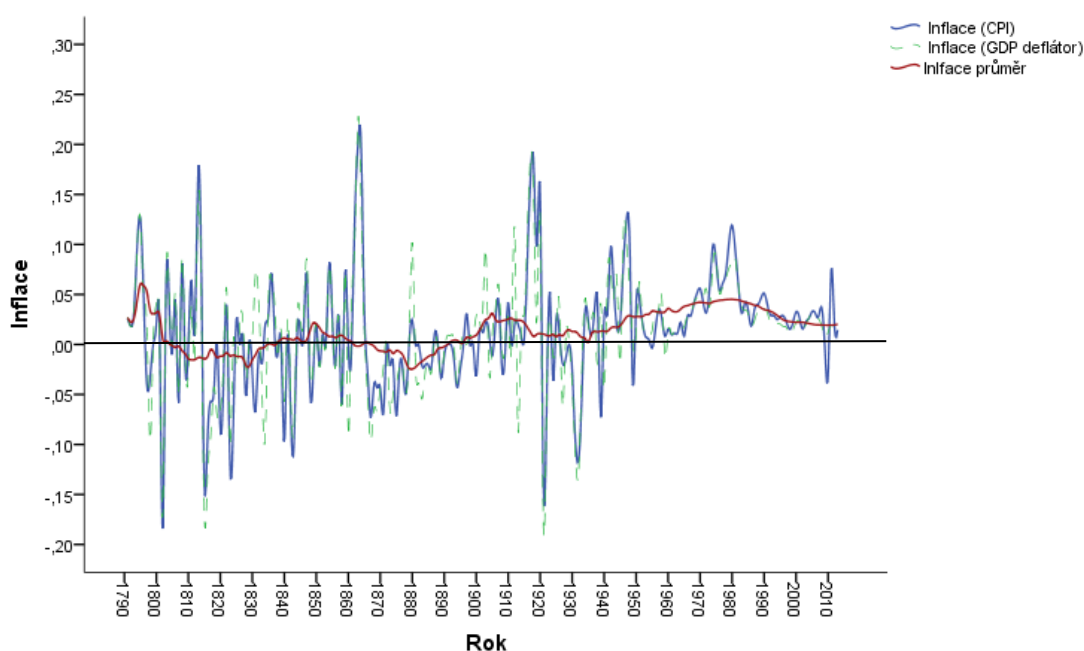
které si vynucují růst cen a mezd, tlačí úrokové sazby dolů a tak vytváří možnou prosperitu jedince i státu. *Von Mises (1990)* v knize, která shrnuje jeho hlavní myšlenky, vyjadřuje názor, že *údajné výhody nekrytých peněz jsou pouze dočasné*. Už v roce 1953 autor upozornil na cestu deficitního financování, skrze půjčky od komerčních bank a podpory státních dluhopisů, která je sice lákavá, ale nikoliv udržitelná. Nárůst množství peněz v ekonomice způsobí růst cen a mezd, avšak pouze do té doby, než dojde k vyčerpání všech možností cenového růstu a ceny a mzdy opět odpovídají zvýšenému množství peněz v oběhu a stimulace poskytnutá za účelem expanze ekonomiky zaniká. Ani možnost neustálého zvyšování množství peněz v oběhu a rozšiřování úvěrů stále stejným tempem nezaručí nikdy nekončící období prosperity. Inflace způsobená růstem nekrytých peněz v ekonomice, snižuje jejich kupní sílu a znehodnocuje bohatství občanů, kteří až zaregistrují, že peníze ztrácí svou hodnotu, začnou hledat skutečné hodnoty. Von Mises dále zmiňuje, že postoj lidí k inflaci je ambivalentní, neboť na jedné straně si jsou vědomi nebezpečí spojeného s neustálým vytvářením a posíláním stále většího množství peněz do ekonomiky, ale na druhé straně projevují nespokojenost spojenou s možným růstem úrokových sazeb a změnami podmínek na finančních a komoditních trzích. *„Lidé jsou hýčkáni iluzí, která přisuzuje vládě a centrálním bankám kouzelnou moc umožňující lidem žít šťastně v prostředí nekonečných výdajů a inflace“* (Mises, 1990, s 97).

Jiný názor, který je prezentován na téma cenové stability v publikaci Harvey a Erb (2013) je, že stabilita zlatého standardu je dána důvěrou lidí v tento systém a ochotou dodržovat pravidla hry, ve kterých úrokové sazby stoupají, když zlaté rezervy klesají a opačně. Totéž ale platí i o současném měnovém systému, jehož fungování není závislé na lidské důvěře o nic méně než v době zlatého standardu. Zajímavým názorem, který autor zmiňuje a v němž se jistě skrývá také část pravdy, je ten, že jakýkoli měnový systém, ať už s vazbou na drahý kov nebo měnový systém postavený na nekrytých penězích, sám o sobě nepodléhá inflaci, ale je ovlivňován dlouhodobými opatřeními a záměry účastníků trhu.

Z relativních ročních přírůstků indexu CPI či deflátoru HDP můžeme spočítat roční inflaci, která je ilustrovaná v následujícím grafu. Graf 3.2 znázorňuje průběh inflace v USA za posledních 200 let. Jelikož se jedná o velmi dlouhé období, tak jsme pro lepší vyjádření průběhu inflace vypočítali také její klouzavý průměr, který umožňuje sledovat trend ve vývoji inflace. V roce 2013 byly ceny 26 krát vyšší oproti roku 1790 a CPI vzrostlo z 8,86 na 232,96, když vezmeme v úvahu, že léta 1982- 84 = 100 %. Průměrná

inlace byla od počátku 18. století až do současnosti pouze okolo 1,3 %. Při výpočtu průměrné inflace od počátku 19. století do současnosti bychom došli k hodnotě téměř dvojnásobné, a to 2,53 %. V historii však byla období, kdy inflace kolísala v rozmezí ± 20 procentních bodů, s čímž jsme se za poslední století nesetkali. Při porovnávání časové řady dlouhé několik století je třeba vzít v potaz to, že v měřeném období došlo k výrazným změnám struktury ekonomiky a také ke změnám metodiky při výpočtu jednotlivých dat. Rozdílné je i postavení státu v ekonomice a jeho stabilizační a regulační pravomoci. Docházelo také ke změnám politického uspořádání ekonomik a k různým vnějším šokům, které ovlivňovaly vývoj hospodářství.

Graf 3.2 *Vývoj inflace od roku 1790 v USA*



Zdroj: MeasuringWorth, 2014, vlastní zpracování

Z grafu 3.2 se zdá, že období, kdy v oběhu kolovaly zlaté či stříbrné mince nebylo zdaleka tak stabilní, co se týče vývoje roční inflace v porovnání s vývojem inflace v minulém století. Kdybychom se však omezili pouze na období klasického zlatého standardu, které je ve Spojených státech datováno od roku 1879 – 1933, tehdy skutečně inflace nevykazuje tak velké výkyvy oproti 18. století a ani druhé polovině 20. století. Jednotlivá období lze však z hlediska inflačních tendencí jen velmi těžko porovnávat, protože každá doba má svá specifika a ekonomika se vyskytuje v prostředí rozdílných podmínek.

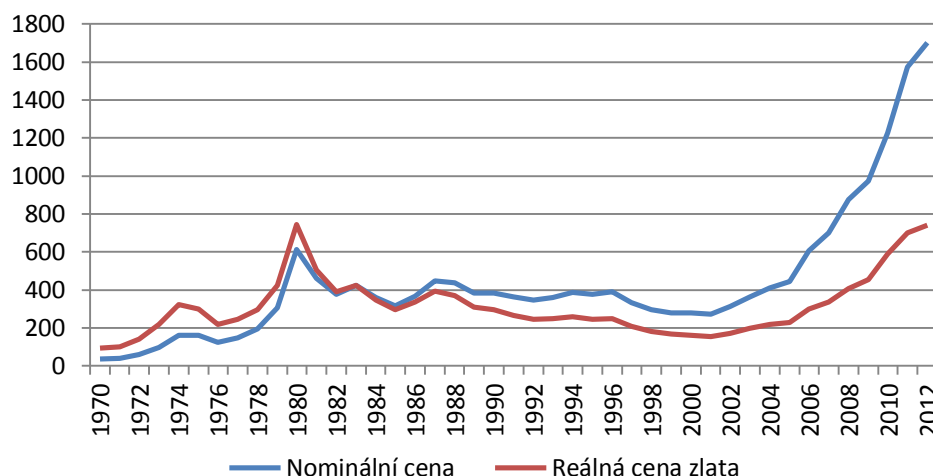
Cenová hladina by se v období zlatého standardu v podstatě měla pohybovat v souladu s vývojem ceny zlata. Cena zlata by tak měla být v čase stabilní,

aby nedocházelo k výkyvům cenové hladiny. Graf 3.3 ilustruje vývoj nominální a reálné ceny zlata vyjádřené v dolarech od roku 1970. Začátek zlatého standardu ve Spojených státech a Velké Británii se datuje k roku 1791, kdy byla oficiálně stanovena cena zlata na 19,39 USD/unci. V roce 1834 cena zlata stoupla na 20,69 dolarů a poté mírně klesla na 20,67 USD/unci (r. 1837). Tato hodnota zlata nebyla změněna až do roku 1934, kdy byla v USA podepsána smlouva o ceně zlata, která zakazovala soukromé vlastnictví tohoto drahého kovu a umožnila prezidentovi Rooseveltovi zvýšit cenu zlata na 35 dolarů za unci. Amadeo (2011) píše, že v důsledku krachu na finanční burze v roce 1929, investoři začali v rychlosti vyměňovat své finance za zlato a hrozilo vyčerpání zlatých rezerv a dokonce i jejich nedostatek. Proto bylo potřeba zvýšit hodnotu dolaru na úroveň vyšší, než jaká byla hodnota zlata.

Měnový režim byl navázán skrze dolar na cenu zlata 35 dolarů za unci až do roku 1973, kdy prezident Nixon oficiálně ukončil dolarový zlatý standard, čímž se snažil ukončit období stagflace, způsobené rostoucí silou dolaru jako globální měny. Pokusil se o znehodnocení hodnoty dolaru vázaného na zlato v poměru 1:38 a poté k 1:42. Namísto ukončení inflace tento krok pouze zvýšil snahu směňovat dolary za zlato. A tak v roce 1973 USA úplně opustilo zlatý standard a cena zlata na otevřeném trhu okamžitě vyskočila na 120 USD/unci. Do roku 1980 vzrostla cena zlata, díky volnému obchodování s měnovým zlatem, na 612,56 dolarů jako zajištění proti dvojčíferné inflaci, kterou se podařilo dostat pod kontrolu až zvýšením úrokových sazeb. Cena zlata poté klesla na 410 dolarů za unci a pohybovala se okolo této hladiny více méně až do roku 1996, kdy zaznamenala další pokles na hodnotu 288 dolarů za unci, který byl způsoben především stabilním ekonomickým růstem. Zlato začalo být pro obchodníky přitažlivé opět po roce 2001 a cena zlata začala postupně růst, až se vyšplhala na hodnotu 869,75 dolarů za unci během roku 2008. To byl však teprve začátek – rekordní hodnoty dosáhla cena zlata 5. září 2011 v reakci na obavy z vysokého zadlužení USA a z platební neschopnosti, a to na 1 895 dolarů za unci. Od té doby cena zlata klesla, neboť americká ekonomika učinila kroky, vedoucí k ujištění věřitelů. (Amadeo, 2011).

Graf 3.3

*Vývoj nominální a reálné ceny zlata od roku 1970
(v USD/ lunce zlata)*



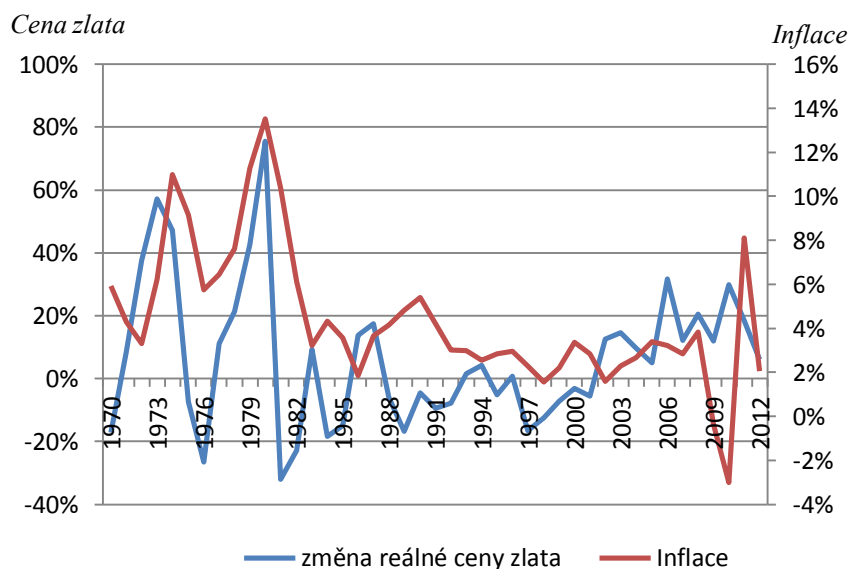
Zdroj: Measuring Worth, 2014, vlastní zpracování

Z grafu 3.3 je patrné, že v 70. letech minulého století dosahovala inflace vyšších hodnot, což se projevilo také v reálné ceně zlata. Reálná hodnota zlata byla vypočtena za pomoci Indexu spotřebitelských cen v USA. Při zohlednění míry inflace dosahovala reálná cena zlata historicky nejvyšších hodnot v roce 1980, a to i přes značný růst nominální ceny zlata, který zaznamenáváme v posledním desetiletí.

3.2.2 Funkce zlata jako inflační kotvy

Zlatu je přisuzována schopnost ochránit majetek proti inflaci, a to především v době, kdy rostou obavy, že se inflace vymkne kontrole. Uvolnění trhů se zlatem, umožnění soukromého vlastnictví zlata a tržní vytváření cen tohoto drahého kovu lze datovat do poloviny 70. let 20. století. Proto se i v následujícím textu budeme soustředit především na období počínající tímto rokem.

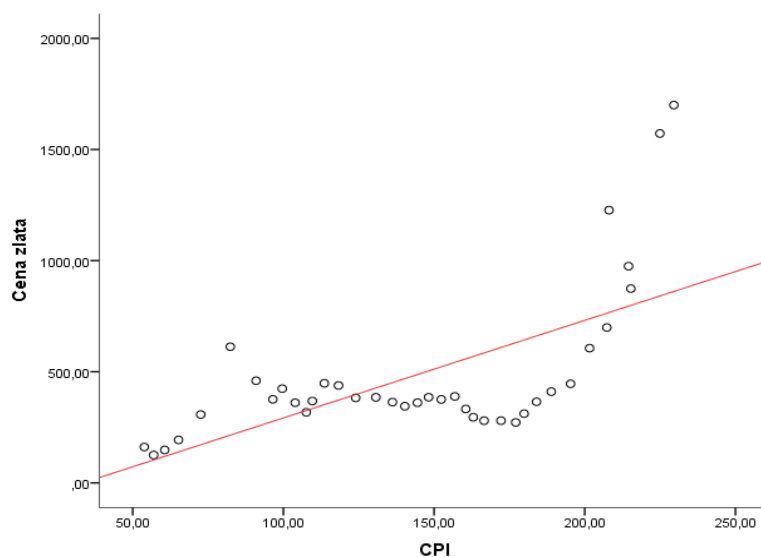
Aby zlato mohlo fungovat jako inflační kotva ekonomiky, vývoj jeho reálné hodnoty by měl být v čase stabilní. Cena zlata ale byla od 70. let značně volatilní. Graf 3.4 zachycuje roční změny reálné hodnoty zlatého kovu v porovnání s inflací měřenou prostřednictvím CPI v USA. Levá osa měří procentuální změny ceny zlata a pravá osa znázorňuje hodnoty inflace.

Graf 3.4*Procentuální změna ceny zlata a cenové hladiny*

Zdroj: Measuring Worth, 2014, vlastní zpracování

Z grafu 3.4 vyplývá, že největší meziroční výkyvy v ceně zlata se uskutečnily v 70. a 80. letech minulého století, zatímco v posledním desetiletí rostla reálná hodnota zlata v průměru 12 % ročně, což se liší zhruba o 10 procentních bodů od vývoje inflace. Z hlediska investorů, bychom si nejspíš všimli toho, že růst ceny zlata mezi léty 1989 – 2001 byl nižší než inflace a zlato jako investice by tak nepokryla inflační náklady. Od roku 2002 dokázalo zlato překonat růst cen indexu spotřebitelského koše. Z grafu 3.4 vyplývá, že volatilita zlata je daleko vyšší než u inflace a samotné zlato tedy nedokáže vždy ochránit proti inflaci.

Následující graf 3.5 ilustruje vzájemný vztah mezi cenou zlata a indexem spotřebitelských cen (CPI) od roku 1975. Regresní linie znázorňuje předpokládanou cenu zlata, v případě že by se hodnota zlata vyvíjela v souladu s indexem spotřebitelských cen. Čím vyšší je hodnota CPI, tím vyšší by měla být také cena zlata a naopak. Ve skutečnosti se ale cena zlata a CPI sobě vyvíjejí odlišně. Cena zlata se pohybuje spíše kolísavě kolem vývoje CPI. Kdyby se hodnota zlata vyvíjela v souladu s inflací, její cena by se v současnosti pohybovala okolo 780 dolarů za unci (Harvey a Erb, 2013).

Graf 3.5*Zlato jako inflační kotva*

Zdroj: Measuring worth, 2014, vlastní zpracování

Nelze popřít, že zlato je jakousi jistotou v dobách vysoké fluktuace indexu spotřebitelských cen, ale není to úplně vždy a za každých podmínek. Některé studie, např. od Beckmann a Czudaj (2013), se zabývají otázkou, zda zlato skutečně funguje jako ochrana proti inflaci či nikoliv. Tito autoři, ale také mnoho dalších, zmiňují, že je velmi důležité si pro analýzu vztahu mezi cenou zlata a změnami spotřebitelských cen definovat krátké a dlouhé období. Studie totiž prokazují, že zlato plní funkci inflační kotvy právě v dlouhém období, ale z krátkodobého hlediska není příliš dobrou ochranou proti inflaci. Podle Jastram (2009) představuje dlouhé období více než jedno století, a tak přestože dlouhodobý trend může být příznivý, lidé jsou z hlediska délky svého života orientováni na krátké období.

Pro zkoumání vzájemného vztahu mezi inflací a cenou zlata uvedeme ještě výsledky korelační analýzy. Největšího stupně vzájemné závislosti bylo dosaženo u pozorování bez jakéhokoli zpoždění. V případě zkoumání dlouhého období, od roku 1790 až do současnosti, se ukazuje vzájemná korelace mezi těmito veličinami ve výši 0,477 (vypočítaná na základě ročních dat na hladině významnosti 0,01), což vypovídá o určité pozitivní vazbě mezi vývojem reálné ceny zlata a inflací (viz příloha č. 2). Při sledování kratšího období, definovaného posledními čtyřiceti lety, byla zjištěna nízká závislost mezi těmito hodnotami, a to pouze o hodnotě 0,299 (vypočítána na základě měsíčních dat na hladině významnosti 0,01). Tyto výsledky by mohly naznačovat, že cena zlata není ovlivňována výší inflace a možné náznaky společného vývoje jsou spíše shodou náhod. Korelační analýza ale neurčuje kauzalitu vztahu.

3.3 Zlato jako měnová kotva

Zlatý standard byl v podstatě jeden z režimů měnových kurzů. Jednalo se o peněžní systém, kdy daná měna byla fixována na zlato. Konkrétně bylo určeno, že jednotka dané měny odpovídá určité hmotnosti zlata. V současnosti tento typ měnového kurzu neexistuje.

Na argument týkající se funkce zlata jako měnové kotvy lze nahlížet ze dvou úhlů pohledu. Za prvé je možné vnímat zlato jako měnovou kotvu vůči volatilitě zahraniční měny. V tomto případě očekáváme, že pokud například hodnota dolaru klesne o 10 % oproti yenu, potom by cena zlata měla naopak vzrůst o 10 %. To znamená, že výnos ze zlata má schopnost nahradit pokles hodnoty té dané měny. Tento přístup se však potýká s následujícím problémem. Pokud je totiž cena zlata ovlivňována výši domácí inflace a pokud je směnný kurz určován rozdílem úrokových měr daných zemí, potom by zlato bylo schopné plnit funkci měnové kotvy pouze v případě, kdyby inflace jedné ze zemí byla rovná nule.

Tabulka 3.1 zobrazuje regresní analýzu denních změn měnového kurzu vůči denním změnám ceny zlata mezi léty 1975 – 2013. Kurz jednotlivých měn je vyjádřen v dolarech (USD/cizí měna). Pokud by mělo zlato vhodně chránit proti výkyvům měnových kurzů, měl by být tento statistický ukazatel vysoký, ideálně blízký 1 (100%). Na základě této statistiky je však zřejmé, že změny měnových kurzů vysvětlují jen minimální část změn ceny zlata, tedy tyto veličiny nejsou statisticky příliš propojeny s výjimkou japonské a švýcarské měny. Nedá se ale jednoznačně říci, že by zlato vhodně chránilo proti pohybům cizích měn.

Tab. 3.1 Korelační koeficienty měnových kurzů k dolaru (1971 – 2013)

		Cena zlata	Euro*	Yen	Libra	Švýcarský frank	Kanadský dolar	Švédská koruna
Cena zlata	Pearson Correlation	1	,664**	,694**	-,198**	,817**	,309**	-,236**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000	,000	,000
	N	10871	3685	10445	10870	10557	10561	10556
	R square		0,440	0,481	0,039	0,668	0,095	0,056

**, Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

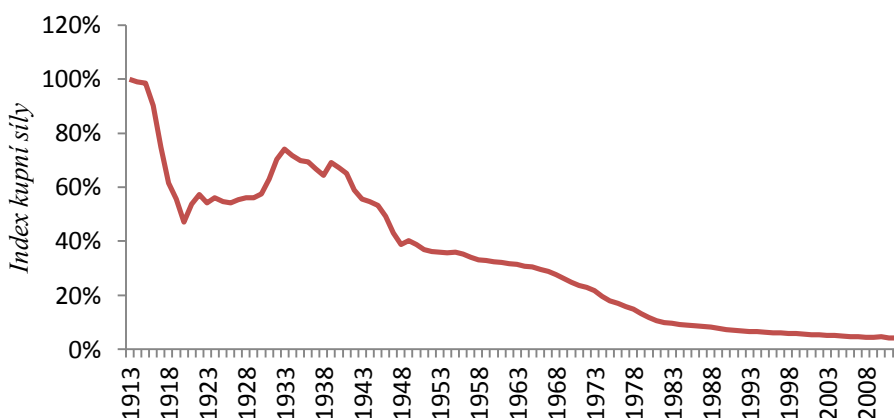
*Pozn: Kurz USD/euro až od roku 1999

Zdroj: FRED, 2014, vlastní zpracování

Druhý způsob, kterým je možné vnímat zlato jako měnovou kotvu, se orientuje na ochranu domácí měny vůči nepřetržitému tištění měny vládnoucími autoritami. Tzn., že zlato chrání měnu před jejím znehodnocením a pokud je znehodnocení měny důsledkem inflace, potom je tato interpretace dalším argumentem pro funkci zlata jako ochrany před inflací.

Nyní se zaměříme na to, jak se vyvíjela kupní síla dolaru v porovnání s reálnou hodnotou zlata. Graf 3.6 ilustruje historický vývoj kupní síly dolaru v posledním století, kdy rok 1913 = 100 %. Od roku 1913, kdy se datuje počátek působení Federálního rezervního systému, je zřejmý strmý pokles kupní síly dolaru. Další snížení jeho hodnoty nastalo během hospodářské krize a poté v období 2. světové války a následně po ustanovení dolaru jako světové rezervní měny. Od roku 1913 poklesla hodnota dolaru o více než 95 %, tzn., že v současné době si lze za 1 dolar nakoupit zboží, jehož hodnota byla v roce 1913 pouze okolo 4,35 centu. Tento fakt je sám o sobě velmi odstrašujícím příkladem toho, jak rychle se ztrácí hodnota papírových peněz, neboť ztráta kupní síly peněz je zřejmá také u ostatních měn.

Graf 3.6 *Vývoj kupní síly dolaru (1913 - 2012)*



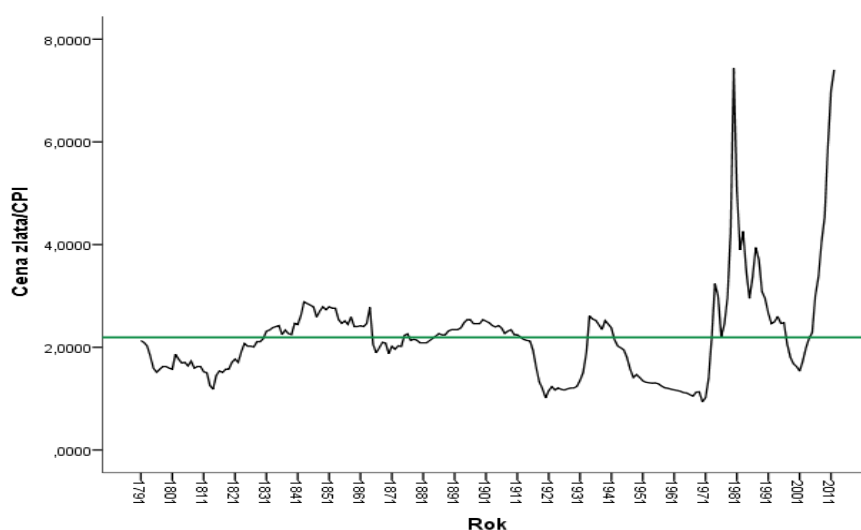
Pozn: 1913 = 100 %

Zdroj: Measuring Worth, 2014, vlastní zpracování

Každá data se však musí hodnotit v kontextu s dalšími údaji. Kupní síla dolaru se sice snížila na necelých 5 % ze své původní hodnoty z roku 1913, avšak v průběhu minulého století došlo také k výraznému růstu průměrného příjmu. Podle databáze Measuring Worth vzrostl nominální důchod na osobu v letech 1913 – 2013 z 406,45 dolaru na 53 tisíc dolaru. Očištěno o inflaci představuje 406,45 dolarů z roku 1913 asi 6 664 dolaru z roku 2009. Nelze tedy jednoznačně tvrdit, že dolar ztratil na hodnotě, neboť vzrostla reálná kupní síla průměrného Američana v průběhu minulého století o 230 %.

V období kovových standardů jsme si mohli např. v roce 1800 odložit jeden dolar a o sto let později bychom si za něj koupili zboží přibližně ve stejné hodnotě. Ale v roce 1913 se něco změnilo a hodnota dolaru začala strmě klesat. V první polovině 20. let minulého století společnost pomalu začínala přecházet ze systému zlatého standardu na bankovní systém, ve kterém je povoleno neomezené vytváření papírových peněz. Zpočátku společnost ještě dodržovala směnitelnost dolaru za zlato, což poskytovalo jakousi automatickou brzdu pro úvěrovou expanzi bank, ale nezabránilo to zcela úplně růstu peněžní nabídky nad rámec zásob zlata. V roce 1934, jak již bylo několikrát zmíněno v předcházejícím textu, muselo dojít k devalvaci dolaru, a to o 41 %, neboť papírová peněžní nabídka dolarů převýšila nabídku měnového zlata. Navzdory tomuto kroku, který otřásl důvěrou lidí v papírové peníze, se americký dolar stal světovou rezervní měnou. Také v rámci brettonwoodského systému byly země stále nuceny dodržovat limity v tištění nových peněz, aby nemusely svou měnu devalvovat. Jelikož dolar, jako jediný z tehdejších měn, zůstal plně směnitelný za zlato a také emise nekrytých peněz ve Spojených státech byla omezena. Nicméně Spojené státy americké vytiskly mnohem více dolarových bankovek, než jakými zásobami zlata disponovaly a tak v roce 1971 byly nuceny směnitelnost dolaru za zlato ukončit. Za jednu z příčin rozpadu zlatého standardu lze tedy považovat americkou měnovou expanzi, která se dodnes podepisuje na snižování kupní síly dolaru. Od tohoto roku (1971) stojí měnový systém na nekrytých penězích a jejich hodnota je založena na důvěře lidí přijímat tyto peníze výměnou za služby a zboží. Data popisující růst oběživa jsou součástí *přílohy č. 3*.

Pokud dochází k takovému poklesu kupní síly dolaru, jak je to potom s kupní silou zlata, viz graf 3.7. Reálná hodnota zlata až do roku 1970 nepodléhala nějakým významným výkyvům avšak od 70. let minulého století začala hodnota zlata silně fluktuovat a je mnohem více volatilní oproti minulým dvěma stoletím, kdy ve společnosti fungoval měnový systém s vazbou na drahý kov. V grafu 3.7 je znázorněn vývoj reálné hodnoty zlata ve sledovaném období, která se pohybovala okolo 2,18 USD/unci. Není překvapením, jak už to bývá u různých dlouhých časových řad, že celkový průměr se liší od průměrů kratších časových období. Nejvyšší reálné hodnoty dosahuje zlato v letech 1975 – 2012, a to 3,2 USD/unci a nejnižší průměrná cena zlata, 1,52 USD/unci, byla v období 1937 – 1973.

Graf 3.7*Vývoj kupní síla zlata (1913-2013)*

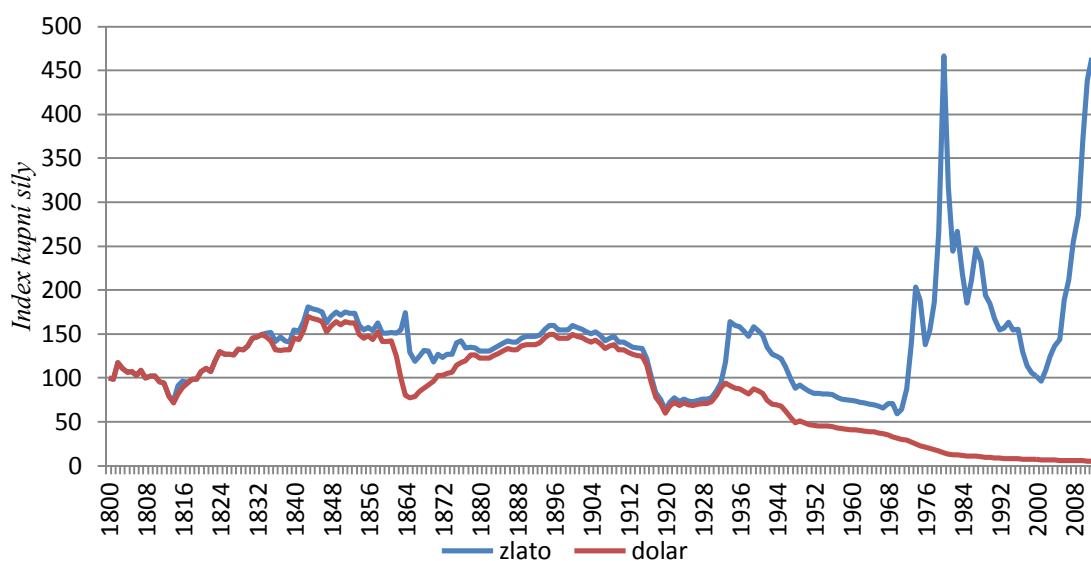
Zdroj: MeasuringWorth, 2014, vlastní zpracování

Harvey a Erb (2013) uvádí, že cena zlata byla po většinu historie stanovena vládou a jeho skutečná cena se začala vyvíjet až po opuštění zlatého standardu a s rozvojem obchodování se zlatem na finančním trhu. Elwell (2011) však upozornil na skutečnost, že soukromé trhy se zlatem existovaly již dříve, sice nikoliv v USA, ale v jiných zemích rozhodně ano. Jako příklad fungování soukromých trhů zmiňuje konec 60. let, kdy v ekonomice vznikaly tlaky na odtržení cen zlata na trhu od oficiálně stanovených cen.

Pro lepší srovnání vývoje kupní síly dolaru a zlata je uveden ještě jeden graf 3.8, který popisuje období posledních 200 let. V grafu 3.8 je znázorněna kupní síla dolaru v závislosti na roční míře inflace a kupní síla ekvivalentního množství zlata podle aktuální dolarové ceny. Rok 1800 je považován za výchozí rok, ve kterém byla kupní síla dolaru rovna 100 %.

Z grafu 3.8 si lze všimnout inflačních tendencí, které vyvolala občanská válka Severu proti Jihu (1861 – 1865) a výrazně zasáhla americkou ekonomiku i měnu. Dále jsou na grafu pozoruhodná dvě dlouhá období plynulého poklesu obou veličin, a to v letech 1900 – 1920 a 1934 – 1971, kdy byl kurs zlata vůči dolaru pevný a pokles kupní síly je tedy pouze odrazem vývoje míry inflace dolaru. Rok 1934 se stal mezníkem, od kterého se začala kupní síla dolaru a zlata od sebe výrazněji lišit a od kolapsu Brettonwoodského systému a opuštění zlatého standardu koncem roku 1971 je vývoj kupní síly, alespoň oproti předchozímu období klidu, značně turbulentní.

Graf 3.8 Vývoj kupní síly dolaru versus kupní síly zlata za posledních 200 let



Pozn.: 1800 = 100 %

Zdroj: Measuring worth, 2014, vlastní zpracování

V měnovém systému s vazbou na drahý kov se kupní síla dolaru a zlata, případně stříbra, pohybovala téměř shodně, zatímco od období nekrytých peněz se reálná hodnota těchto dvou měn začala vyvíjet rozdílným směrem. Nyní se nabízí otázka, co způsobuje tento rozdílný vývoj a zda vůbec existuje nějaký vztah mezi hodnotou dolaru a zlatem.

Hledání korelace mezi dolarem a zlatem se může zdát nelogické, neboť hodnota zlata je přesně vyjádřena v dolarech na jednotku unce. Z toho důvodu může být vztah zlata k dolaru zkoumán pouze k devizovému kurzu dolaru. Pro naši prováděnou analýzu byl použit Index dolaru, který je měřítkem hodnoty amerického dolaru ve vztahu k několika dalším měnám. Jedná se o koš měn složený z eura, britské libry, kanadského dolaru, švédské koruny, švýcarského franku a japonského jenu. Když se zvyšuje síla dolaru (zhodnocuje), USD index roste. Naopak hodnota dolaru vůči ostatním měnám klesá, pokud se index snižuje, což je případ americké měny, jejíž síla od 80. let téměř nepřetržitě klesá. V příloze č. 4 je znázorněn graf, který ilustruje vývoj USD indexu od roku 1973, od kdy jsou tato data dostupná.

Na základě korelační analýzy, vycházející z ročních dat USD indexu a ceny zlata, se projevila negativní závislost mezi vývojem hodnoty zlata a dolaru. Korelační koeficient (viz příloha č. 5) vyšel v hodnotě *mínus* 0,611, což by v praxi znamenalo, že když se dolaru daří, zlato ustupuje, a když je dolar slabý, zlato se dostává do popředí. Pokud

by tomu tak skutečně bylo, potvrdila by se domněnka, že zlato je měnou, jehož cena se vyvíjí podle potenciálního strachu o ztrátu kupní síly ostatních papírových měn.

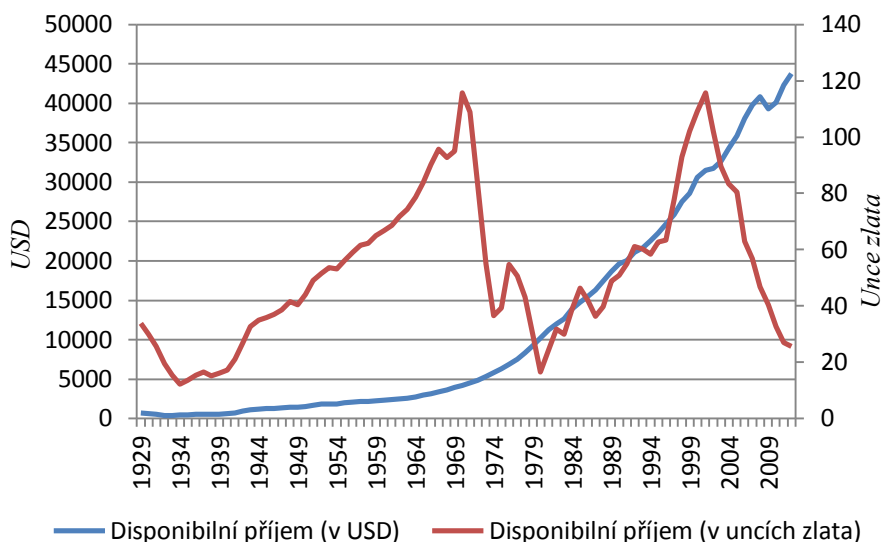
Na druhou stranu, od uvolnění vazby dolaru na zlato reálná hodnota tohoto kovu podléhá značným fluktuacím, které spíše než poklesem kupní síly dolaru mohou být způsobeny spekulativními útoky investorů na zlato či vnějšími okolnostmi působící na vývoj ekonomiky. Z grafu 3.8 je patrný strmý nárůst kupní síly zlata právě v období, kdy byla americká ekonomika značně destabilizovaná. Spojené státy bojovaly se stagflací, která byla způsobena převážně ropnými šoky, a ty měly vliv na růst ceny zlata do maximálních hodnot. Od počátku 80. let se začala ekonomika stabilizovat a reálná hodnota zlata zaznamenávala pokles. Spojeným státům se podařilo odbourat vysokou nezaměstnanost a inflaci a ekonomika opět začala růst. Na počátku 21. století začala kupní síla zlata opět nabývat na síle, což je odrazem růstu nominální hodnoty zlata. Za důvody tohoto růstu jsou považovány spekulativní obchody hedgeových fondů či jiných subjektů, ale také hledání aktiva, které by nahradilo klesající hodnotu akcií a současná ekonomická krize. Na vývoj reálné hodnoty zlata jistě měla i částečně vliv klesající hodnota dolaru, jak ostatně prokázala negativní korelace. Za snižující se kupní silou dolaru může stát nárůst válečných výdajů, prohlubování veřejného zadlužení, deficitu zahraničního obchodu či rostoucí ceny ropy.

Zajímavé je ještě porovnání kupní síly dolaru a zlata podle Harmston (1998), který zjistil, že ceny některých výrobků vyjádřených v uncích zlata jsou za uplynulé dlouhé období stále stejné. Jestliže zlato funguje úspěšně jako uchovatel hodnoty, mělo by taktéž zachovávat směnný poměr s jiným zbožím, nebo alespoň se vracet k jejich historickým hodnotám. Někteří autoři (např. Arends 2009) tvrdí, že v průběhu uplynulých dvou století se náklady na kvalitní mužský oblek stále pohybují v hodnotě okolo jedné unce zlata. Toto tvrzení je velmi zajímavé, ale těžko prokazatelné. Harvey a Erb (2013) zkoumají myšlenku, zda cena zboží zůstává v podmínkách zlata konstantní, prostřednictvím důchodu na obyvatele vyjádřeného v uncích. Rostoucí kupní síla zlata by tedy měla odpovídat růstu disponibilního příjmu na obyvatele, který si tak může koupit více uncí zlata.

V grafu 3.9 je znázorněn vývoj disponibilního důchodu na hlavu vyjádřeného v dolarech a vývoj disponibilního důchodu na hlavu měřeného v uncích zlata (ve Spojených státech). Od roku 1929 až do současnosti rostl příjem na obyvatele vyjádřený v dolarech v průměru o 5 % ročně, zatímco důchod vyjádřený v ceně zlata se zvyšoval průměrným tempem 6,9 % ročně. Z grafu 3.9 je jasně čitelné, že disponibilní

příjem na hlavu vyjádřený v dolarech je rostoucí, zatímco důchod na hlavu přepočtený na zlato značně kolísá a v dnešní době má téměř stejnou hodnotu jako před sedmdesáti lety. Průměrný disponibilní důchod na osobu vypočítaný v roce 1929 je okolo 46 uncí zlata. V současné době si člověk za svůj příjem může koupit zhruba 20 uncí zlata.

Graf 3.9 *HDP na osobu vyjádřené v dolarech a uncích zlata*



Zdroj: FRED, 2014, vlastní zpracování

Proč disponibilní příjem měřený v uncích zlata kolísá nebo možná i z dlouhodobého hlediska stagnuje? Harvey a Erb (2013) vidí jedno z možných vysvětlení v trade-off vztahu, popsaném anglickým ekonomem politické školy Robertem Malthusem, a to ve vztahu mezi populačním růstem a technologiemi, který vede ke stagnaci disponibilního příjmu. Jiným možným vysvětlením, které se nabízí, je, že lidé podléhají peněžní iluzi¹¹. Z peněžní iluze vyplývá, že lidé mnohem častěji sledují své nominální příjmy než ty reálné. Peněžní iluze nevysvětluje, proč příjmy denominované ve zlatě stagnují, ale spíše poskytuje důkaz, že lidé skutečně věnují pozornost více svým nominálním příjmům než příjmům vyjádřených ve zlatě, které mohou představovat reálnou hodnotu. Tato teorie je podložena klesající kupní silou dolaru v posledním století, což znamená, že skutečná hodnota příjmu vyjádřeného v dolarech je podstatně nižší. Třetí způsob jak lze interpretovat nedostatečný růst disponibilního příjmu ve zlatě, je nepřímý důkaz toho, že zlato je v dnešní době nadhodnoceno.

¹¹ Irving Fisher, americký ekonom, popisuje peněžní iluzi, jako mylné chování lidí vyvolané domněnkou rostoucí hodnoty jakékoli peněžní jednotky.

3.4 Zlato jako rezervní aktivum bank

Devizové rezervy představují zahraniční aktiva centrální banky ve směnitelných měnách, případně ve zlatě. Devizové rezervy lze použít k devizovým intervencím nebo případně k podpoře finanční stability bankovního systému. Centrální banka drží devizové rezervy za účelem provádění vlastní nezávislé měnové politiky. Všeobecně není definováno jejich optimální množství, které by banka měla držet, avšak nedostatečná likvidita bank může omezit vykonávání měnové politiky. V současné době je významné budování devizových rezerv, a to z důvodu jejich vypovídací schopnosti o finanční síle země. Ve světě panuje obecné přesvědčení, že čím vyšší jsou devizové rezervy, tím důvěryhodnější to stát činí.

Držba zlata jako součást devizových rezerv je dána historickým vývojem. Z tabulky 3.2 je patrné, že k největšímu nárůstu měnového zlata došlo v letech 1845 – 1940, kdy zásoby zlata v centrálních bankách vzrostly z 84 tun na 38 188,8 tun. Je zajímavé, že v podstatě ani po zrušení zlatého standardu nedošlo k až tak výraznému poklesu zlatých zásob v centrálních bankách. Pokud jde o zlaté mince, jejich postupné mizení z oběhu, to je dáno vznikem a rozvojem papírových peněz.

Tab. 3.2 *Celkové zásoby měnového zlata 1845 - 1998*

Zlato (tuny)	1845	1875	1900	1925	1940
Celkové zásoby zlata v centrálních bankách	84,0	1088,8	3175,1	13891,5	38188,8
Zlaté mince v oběhu a v obchodních bankách	1300,0	2976,0	4090,0	1565,0	0,0
Měnové zlato celkem	1384,0	4064,8	7265,1	15456,5	38188,8

Zlato (tuny)	1950	1965	1980	1995	1998
Celkové zásoby zlata v centrálních bankách	31096,0	38347,0	35836,0	34503,0	33441,0
Zlaté mince v oběhu a v obchodních bankách	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Měnové zlato celkem	31096,0	38347,0	35836,0	34503,0	33441,0

Zdroj: převzato z Revenda, 2013

Mezinárodní dohody týkající se zlatých rezerv

Rok 1944 se do historie zapsal zejména díky brettonwoodským dohodám, které daly vzniknout novému mezinárodnímu měnovému systému, v jehož centru stálo právě zlato. Zde se také jedná o první mezinárodní dohodu o zlatě. Každý stát, který se chtěl stát členem MMF, musel definovat svou měnu vůči zlatu nebo dolaru, který byl sám o sobě navázán na zlato. Mimoto byly členské státy povinny zaplatit část svého upsaného příspěvku ve zlatě¹².

Na počátku 60. let minulého století došlo mezi centrálními bankami k uzavření tzv. gentlemanské dohody, která vstoupila do podvědomí pod názvem „Zlatý pool“. Tato dohoda se snažila udržet oficiální cenu zlata 35 dolarů za unci a zmírnit tak spekulativní útok na dolar, který zvýšil cenu zlata o pět dolarů za unci. Podle Bank of England tento stav ohrožoval celou strukturu devizových vztahů v západním světě. A proto se rozhodla, se souhlasem měnových autorit Spojených států, k prodeji zlata v takovém množství, které by stlačilo cenu zlata na původní úroveň. Po dalším spekulativním útoku se centrální banky v západní Evropě dohodly na spolupráci s Federální rezervní bankou vedoucí ke stabilizaci trhu. Tato spolupráce mezi centrálními bankami vedla k udržení důvěry veřejnosti ve stávající mezinárodní měnové struktury a prodloužila jeho fungování o jedno desetiletí. V roce 1968 došlo ke zrušení zlatého poolu. Centrální banky se navzájem dohodly na vzájemném obchodování se zlatem za oficiální cenu, na které se vzájemně dohodly, zatímco na trhu nechaly cenu zlata volně se přizpůsobovat nabídce a poptávce. Tak došlo k vytvoření dvoustupňového systému – jeden pro soukromé transakce a druhý pro úřední transakce. Tato dohoda, ale trvala jen do roku 1973, kdy se cena zlata začala pohybovat volně jako důsledek zrušení navázání dolaru na zlato v srpnu 1971 (WGC, 2014a).

V roce 1978 se Mezinárodní měnový fond (MMF) snažil prostřednictvím změny článků dohody odstranit zlato z mezinárodního měnového systému. Tato novela především navazovala na předchozí neúspěchy založit nový mezinárodní měnový systém, který požadoval vyrovnaní „zlatého“ dluhu Spojených států nebo devalvací dolaru vůči zlatu. Tato novela zrušila fixaci směnných kurzů na zlato a odstranila povinnost členů provádět transakce se zlatem v jeho oficiální ceně. Za účelem likvidace zlata z měnového systému se MMF rozhodl k prodeji 50 miliónů uncí z celkových 153 miliónů. Toho docílili částečně cestou volného prodeje na trhu a jednak navrácením zlata svým členům ve vztahu

¹² V roce 1975 MMF držel 153 milionů uncí zlata, což v té době byla částka rovna 21 miliard dolarů.

k výši jejich kvóty. Tento krok se ale minul svým účelem a vedl spíše k šíření zlata mezi měnovými autoritami a jen málo zemí se rozhodlo k jeho prodeji, ba naopak mnohé země začaly projevovat nový zájem o zlato (WGC, 2014a).

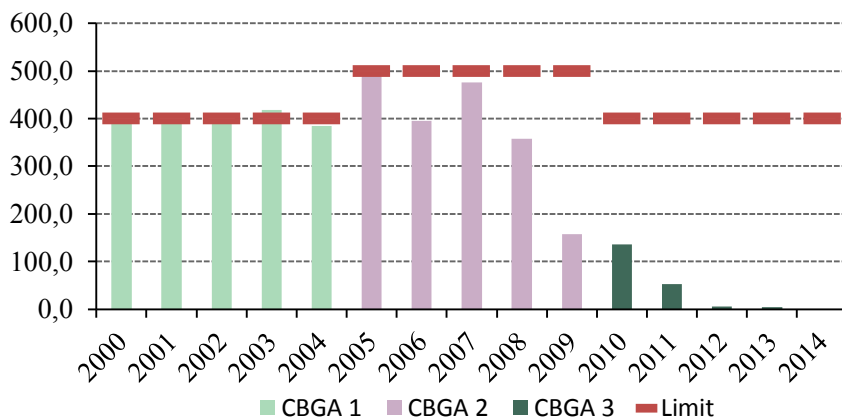
Mezi další významné dohody týkající se zlata v mezinárodním měnovém systému patří tzv. Zlaté dohody (Central Bank Gold Agreement) nesoucí také název Washingtonské dohody o zlatě. První takováto dohoda byla podepsána mezi centrálními bankami v roce 1999. Je to období, kdy banky vlastnily téměř čtvrtinu veškerého zlata, a proto se aktivity bank týkající se tohoto drahého kovu staly klíčovým zájmem na trhu se zlatem. Rostly obavy z destabilizace trhu, neboť kdyby se centrální banky rozhodly k prodeji zlata, tlačilo by to cenu zlata silně dolů. V reakci na tyto obavy patnáct centrálních bank (centrální banky 11 zemí eurozóny, ECB, centrální banky Švédska, Švýcarska a UK) vypracovalo první Washingtonskou dohodu o zlatě. V této dohodě bylo uvedeno, že zlato zůstane součástí globálních měnových rezerv a dále se banky zavázaly k limitům prodejů zlatých rezerv v následujících pěti letech v celkové výši max. 2000 tun. K dohodě se neformálně připojily Spojené státy, Japonsko, Austrálie, Jižní Afrika, MMF a BIS. Tato dohoda vyvolala na trhu se zlatem velké překvapení. Cena zlata v následujících dnech prudce stoupla, ale zároveň byla zavedena na trhu větší transparentnost, a to díky odstranění nejistých záměrů oficiálního sektoru (WGC, 2014a).

V roce 2004 byla podepsaná druhá Zlatá dohoda centrálních bank. Stejně jako předešlá dohoda se vztahuje také na pět let a také potvrzuje, že zlato zůstane důležitou součástí globálních peněžních rezerv. Součástí druhé dohody nebylo UK, neboť britská vláda oznámila, že neplánuje v budoucích letech prodej zlata. Dále se staly signatáři druhé dohody země, které vstoupily do eurozóny (Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta). Celková výše zlata, kterou mohly členské země během pěti let prodat, byla navýšena na 2500 tun. Po uplynutí pětiletého období se centrální banky rozhodly dále pokračovat v těchto dohodách, a proto byla v roce 2009 podepsána třetí Zlatá dohoda opět na pět let, jejíž platnost vyprší letos v září. Jelikož v předchozí dohodě nebyl vyčerpán stanovený strop pro prodej zlata, došlo k jeho snížení na původní částku 2000 tun (WGC, 2014a).

V roce 2009 výkonná rada MMF schválila prodej 403,3 tun zlata, což představuje jednu osminu zlata fondu. Celkem 222 tun zlata bylo prodáno čtyřem centrálním bankám: Indické rezervní bance (200 tun), centrální bance Srí-Lanky, Bangladéše (každé 10 tun) a centrální bance Mauritia (2 tun). Zbytek zlata MMF začal postupně odprodávat na trhu (15 – 20 tun zlata za měsíc). Tyto prodeje zlata se staly součástí druhé a zejména třetí Zlaté

dohody. Graf 3. 10 znázorňuje prodej zlatých rezerv centrálními bankami v rámci všech tří Zlatých dohod (CBGA – Central Bank Gold Agreement) (WGC, 2014a).

Graf 3.10 *Prodej zlata v rámci Zlatých dohod (v tunách)*



Zdroj: WGC, 2014a

Data z World Gold Council za třetí čtvrtletí roku 2013 popisují rozdělení světových rezerv zlata o celkovém objemu asi 31 913 tun. Největší zásoby jsou přisuzovány Spojeným státům, a to v hodnotě 8 133 tun, druhou příčku má Německo s 3 390 tunami zlata. Mezinárodní měnový fond má třetí největší zásoby zlata, a to 2 814 tun. Česká republika měla podle rozkladu devizových rezerv 10,85 tun zlata, což by ji v žebříčku World Gold Council pravděpodobně zařadilo někde do šesté desítky z více než 120 zemí.

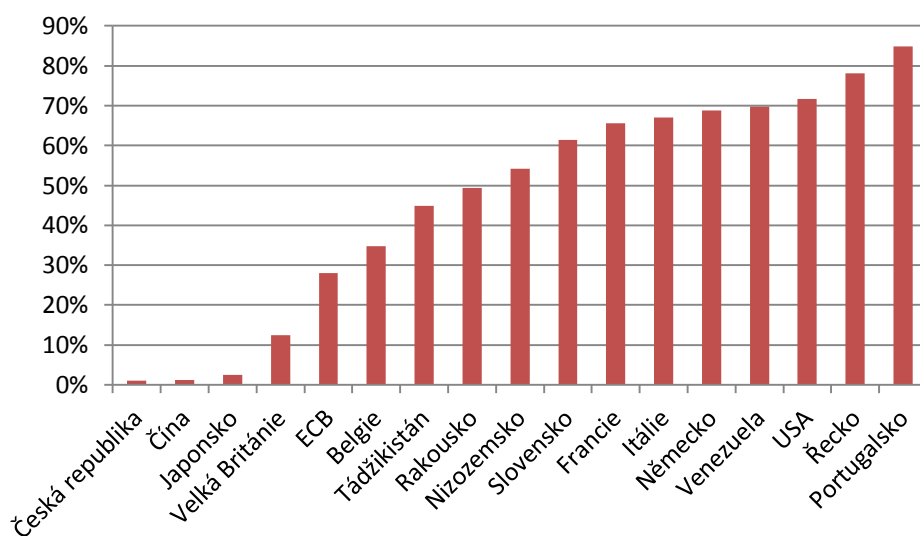
Z tabulky 3.3 vyplývá, že USA drží v posledním desetiletí stále stejné množství měnového zlata, stejně jako Německo, kde není zřejmá žádná výrazná změna v držení zlata. Mírný pokles zlatých zásob můžeme sledovat u MMF, Francie, ECB a České republiky. Naopak Čína a Rusko své měnové zásoby ve zlatě od roku 2000 více než zdvojnásobily. Počínaje rokem 2010 Čínská centrální banka neměnila množství měnového zlata na rozdíl od Ruska, kde je patrný jeho pozvolný nárůst. Pro porovnání je v posledním řádku vyjádřeno množství měnového zlata v dolarech, které odráží měnící se cenu zlata, neboť celkové množství zásob zlata v centrálních bankách se neustále pohybuje okolo 30 tisíc tun, ale jeho hodnota v dolarech výrazně vzrostla.

Tab. 3.3*Zásoby zlata v centrálních bankách (v tunách)*

	2000	2005	2010	2011	2012	2013
USA	8 136,95	8 135,07	8 133,46	8 133,46	8 133,46	8 133,46
Německo	3 468,60	3 427,79	3 400,95	3 396,29	3 391,34	3 390,56
MMF	3 217,32	3 217,32	2 814,04	2 814,04	2 814,04	2 814,04
Francie	3 024,63	2 889,46	2 435,41	2 435,41	2 435,38	2 435,38
Čína	395,01	599,98	1 054,09	1 054,09	1 054,09	1 054,09
Rusko	384,40	386,68	788,62	882,96	957,76	1 015,12
ECB	747,41	719,87	501,45	502,10	502,07	502,07
ČR	13,87	13,56	12,70	12,45	11,58	10,85
Celkem (tuny)	33 157,26	30 996,69	30 853,12	31 222,26	31 706,87	31 913,52
Celkem (mil USD)	288 524,21	503 839,91	1 366 364,3	1 640 289,3	1 715 354,5	1 361 057,3

Zdroj: WGC, 2014b, vlastní zpracování

V poslední době bylo zaznamenáno mnoho článků o dalších centrálních bankách, převážně asijských zemí, které nakupují zlato, aby zvýšily své finanční rezervy. Je to součástí jejich úsilí, pokračovat v diverzifikaci portfolií prostřednictvím snižování svých rezerv v cizích papírových měnách (USD, EUR). Důležitou hodnotou ale není samotné množství zlata jako jeho podíl na celkových rezervních aktivech centrálních bank.

Graf 3.11 *Procentuální podíl zlata na celkových rezervách vybraných CB*

Zdroj: WGC, 2014b, vlastní zpracování

V grafu 3.11 jsou zachyceny centrální banky s největším procentuálním podílem množství zlata na celkových rezervách v roce 2013. Z tabulky 3.3 si lze všimnout výrazného růstu zlatých rezerv v Číně v posledním desetiletí, avšak jeho podíl na celkových rezervách od roku 2000 klesl z 2 % na 1,2 %. Dá se říct, že je tento podíl srovnatelný s podílem zlata České republiky, které tvořilo ve třetím čtvrtletí roku 2013 pouze 1 %. Vůbec nejvyšší podíl zlata na celkových rezervách má Portugalsko. V roce 2000 činil podíl pouze něco kolem 37 % a v současnosti je to země s 84,8 % zlata v celkových rezervách státu. Možná překvapivě druhou zemí, která má nejvyšší podíl zlata na celkových rezervách státu je Řecko. Eurozóna včetně ECB má dohromady 58 % podíl zlata na celkových rezervách centrálních bank.

4 ZLATO A JEHO VÝZNAM VE 21. STOLETÍ

Dnes už není zlato používáno jako platební prostředek a ani banky nemusí držet velké zásoby tohoto drahého kovu, neboť používáme měnu bez vazby na zlato. Přestože zlato není uplatňováno pro měnové účely, své využití si našlo v jiných oblastech. Tato kapitola přináší informace o tom, kolik zlata máme v současnosti k dispozici a pro jaké účely je ve 21. století využíváno. Jelikož se nyní nacházíme v době ekonomické nestability, ve společnosti se začínají objevovat různé návrhy o možném návratu ke zlatému standardu.

4.1 Trh zlata

Zlato je vzácný kov s bohatou historií, ale také s širokým využitím. Významnou úlohu zlato sehrálo jako platební prostředek a rezervní měna. Tento drahý kov má ale výjimečnou a nezastupitelnou roli i v průmyslu, lékařství, stomatologii, kosmonautice, chemii a v řadě dalších oborů. Pokud má zlato stále tak široké uplatnění, otázkou je, kolik se vlastně na světě nachází zlata a zda dokáže uspokojit naši poptávku po něm.

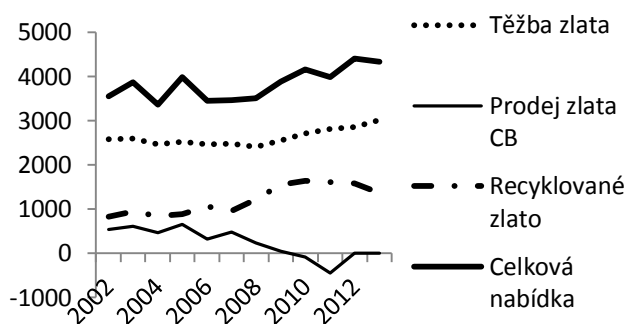
V kapitole je analyzována nabídka a poptávka zlata z hlediska jejich časového vývoje a struktury. Za účastníky poptávající a nabízející zlato jsou považovány těžební společnosti, společnosti recyklující zlato, centrální banky, různá průmyslová odvětví a investoři, kteří obchodují přímo se zlatými cihlami nebo nepřímo prostřednictvím fondů.

4.1.1 Nabídka zlata

Zlato, stejně jako ostatní kovy, patří mezi neobnovitelné zdroje a jeho nabídka je tedy omezená. Základním zdrojem doplňování zlata jsou zlaté doly, které vytváří dvě třetiny celkové nabídky a zbývající třetina je tvořena zlatem pocházejícím z recyklovaných zdrojů (šperky, průmysl apod.), čistými prodeji zlata centrálními bankami aj. Od 70. let minulého století poklesl podíl těžby zlata na celkové struktuře nabídky zlata z 80 % na 60 %. Již mnohokrát byl předpovídan konec těžby zlata, protože zlato už prostě nebude. Tyto předpovědi se prozatím nenaplnily, ba naopak. Za posledních 50 let bylo na světě vytěženo více zlata než za předcházejících 5000 let dohromady a zásoby zlata v zemské kůře představují jen zlomek toho, co je ukryto v zemském nitru, v jádře (USGS, 2014).

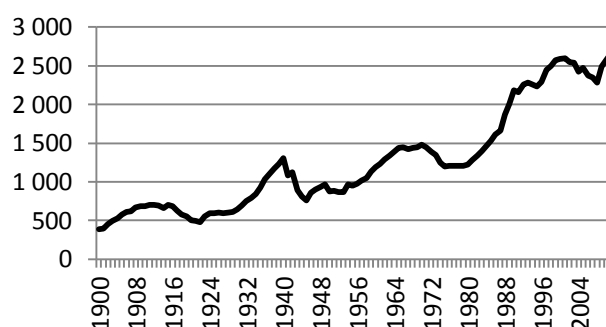
Významnou vlastností zlata je také to, že zlato se s těžbou a distribucí vlastně shromažďuje. Veškeré zlato, které se kdy vytěžilo, ať už bylo použito v jakýchkoli výrobcích, může být potenciálně znovu k dispozici. Tato „nadzemní“ nabídka zlata se v podstatě skládá z již dříve vytěženého zlata, které našlo své využití ve špercích, elektronice, v průmyslu či zdravotnictví. V letech 2007 – 2009 tvořil zlatý „šrot“ 37 % celkové nabídky zlata. Jeho rostoucí podíl na celkové nabídce zlata má svou příčinu v rostoucí ceně zlata. Tato skutečnost nepodporuje tolik prosazovanou myšlenku, že pokud v ekonomice bude stoupat cena zlata, poroste touha lidí zlato hromadit.

Graf 4.1 Celková nabídka zlata
(v tunách)



Zdroj: WGC, Gold demand trends 2002 - 2013, vlastní zpracování

Graf 4.2 Světová produkce zlata
od roku 1900 (t)



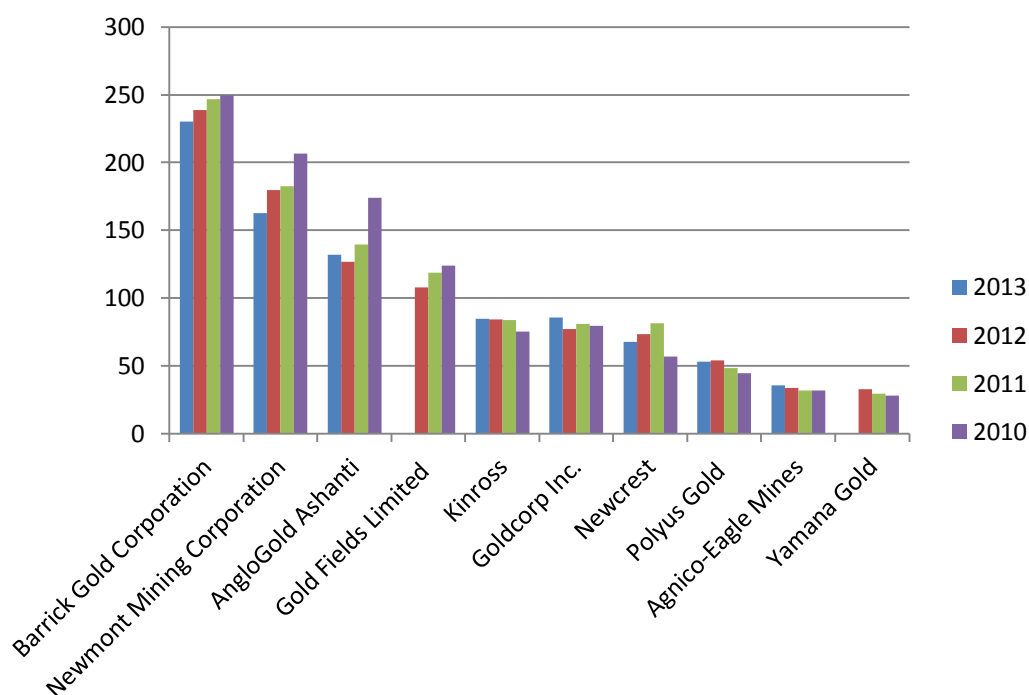
Zdroj: USGS, 2014

Celková nabídka zlata dosahovala v roce 2012 okolo 4415,2 tun a podle ročních zpráv Gold demand trends v posledním desetiletí roste, což je patrné i z následujícího grafu 4.1. V letech 2002 – 2012 byl zaznamenán nárůst nabídky o 24 %. Největší podíl na růstu celkové nabídky má recyklované zlato, jehož objem se oproti roku 2002 téměř

zdvojnásobil. Významnou položkou je také prodej zlata oficiálního sektoru, který má výraznou klesající tendenci. Tato hodnota vyjadřuje rozdíl mezi prodejem a nákupem zlata centrálními bankami a dalšími mezinárodními institucemi. V roce 2011 bylo vytěženo 2 660 tun zlata, což představuje stonásobně větší produkci zlata než v 19. století (graf 4.2). Díky pokroku a technologií je dnes možné vytěžit do dvou let více zlata, než bylo vytěženo za tisícileté období ve středověku (USGS, 2014).

Zlato se dá ve světovém měřítku nalézt na téměř 19 500 místech a v současné době existuje více než 400 dolů, kde probíhá těžba zlata. Trh zlata představuje jeden z přírodních oligopolů, kdy na trhu existuje jen velmi málo výrobních firem, které dohromady zabírají většinový podíl nabídky a udávají společnou cenovou politiku (Revenda, 2013). Těžařské společnosti zlata jsou převážně v soukromém vlastnictví. Následující graf 4.3 představuje deset největších těžařských společností seřazených podle množství vytěženého zlata v tisících uncí.

Graf 4.3 *Vývoj těžby zlata u 10 největších těžařských společností
v letech 2010 – 2012 (v tunách)*



Zdroj: Barrick, Newmont, AngloGold Ashanti, Gold Fields, Kinross, Goldcorp, Newcrest, Polyus Gold, Agnico-Eagle Mines, Yamana gold, 2014. Annual report from 2010 to 2013, vlastní zpracování

Bezprostředně první místo zaujímá kanadská společnost Barrick Gold Corp., která provozuje okolo 26 dolů a její projekty zasahují Austrálii, celý Americký kontinent

a Afriku. V roce 2013 vyprodukovala 230 tun zlata. Za poslední tři roky její produkce zaznamenala pokles ve výši 20 tun zlata. Druhou největší společností je americká Newmont Mining Corp. a v roce 2013 vyprodukovala 163 tun zlata. Nejvýznamnější operace této společnosti se nacházejí ve Spojených státech, Austrálii, Peru, Indonésii, Ghaně, Kanadě, na Novém Zélandu a v Mexiku. Oproti roku 2010 její produkce poklesla o 21 %. Další místo zaujímá AngloGold Ashanti, která je největší těžební společností Jihoafrické republiky s celkem 21 projekty napříč čtyřmi kontinenty a deseti zeměmi. Tato společnost mimo jiné provádí průzkumné aktivity s cílem identifikovat nové zdroje zlata. Její produkce zlata ve sledovaném období poklesla, a to především z důvodu občanských nepokojů na mnohých území Afriky. Gold Fields Limited je producentem zlata a držitelem zlatých rezerv v Jižní Africe, Ghaně, Austrálii a v Peru. Gold Fields Limited se soustředí především na povrchovou těžbu zlata a produkuje v průměru okolo 116 tun zlata. Mezi další společnosti, jejichž těžba zlata nepřevyšuje 100 tun, patří kanadská společnost Kinross Gold Corp., australská firma Newcrest, společnost Goldcorp, která těží zlato v oblasti celého amerického kontinentu, kanadská společnost Yamana Gold, Agnico-Eagle Mines, jejíž exploatační činnosti zasahují také do části Evropy a nakonec Polyus Gold. Polyus Gold je jako jediná mezi deseti zmíněnými společnostmi se sídlem na Evropském kontinentu. Firma sídlí v Moskvě a soustředí se především na oblast Ruska a Kazachstánu, Rumunska a Kyrgyzstánu (Brown, 2009).

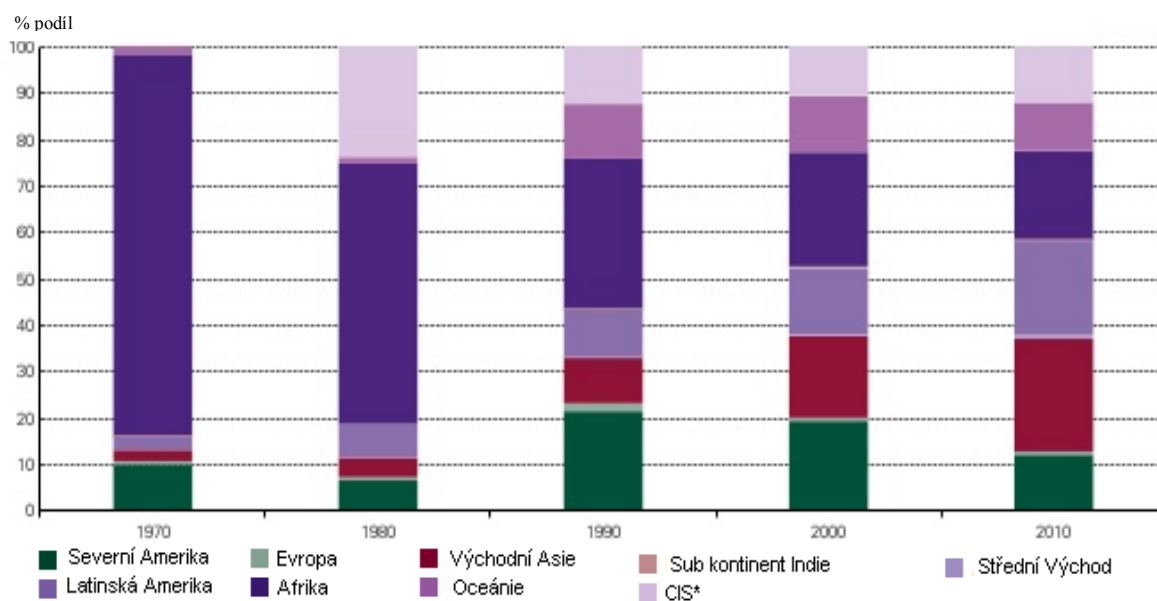
K udržení úrovně nabídky zlata je třeba neustále zkoumat nové možnosti a místa těžby. Počet nových nalezišť zlata v posledních letech rapidně klesl. Jak uvádí Phillips (2014), ještě nedávno, v roce 1995, se z nově nalezených zlatých dolů vytěžilo 4977 tun zlata, zatímco v roce 2011 z nových nalezišť pochází pouze 155 tun zlata. Spousta těžebních společností se potýká s problémem vysokých nákladů, které ohrožují míru ziskovosti firem. Vedení firmy Gold Fields minulý rok zmínilo, že cena zlata nesmí poklesnout pod hodnotu 1500 dolarů za unci, aby firma zůstala životaschopná.

Zlato je těženo z dolů, které se nachází na každém kontinentu s výjimkou Antarktidy, kde je těžba zlata zakázána. Za posledních čtyřicet let, došlo k výrazným změnám v geografické koncentraci těžby zlata (viz graf 4.4). Své dominantní postavení ztratila Afrika, která na počátku 70. let minulého století produkovala většinu světového zlata. Tehdy došlo také k podpisu smlouvy mezi MMF, USA a Jihoafrickou republikou, která byla největším dodavatelem zlata. Tato smlouva zavazovala Jihoafrickou republiku, v případě nutnosti, k prodeji zlata MMF. Tito dva světoví hráči (USA, MMF) se chtěli

ujistit, že Jihoafrická republika slouží nejen svým národním, ale také mezinárodním zájmům. Nyní již žádná země nedodává více než 14 % světové produkce zlata. Vedle afrického kontinentu, je těžba zlata orientována v současnosti především do východní Asie a Oceánie. Evropská produkce zlata je zanedbatelná, neboť činí pouhých 25 tun ročně. Čtyřicet procent roční produkce zlata pochází z těžby v Číně, Spojených státech, Austrálii a Rusku (viz příloha č. 6) (WGC, 2011).

Graf 4.4

Geografická struktura těžby zlata (v %)



* CIS: Commonwealth of Independent States.

Source: Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

Zdroj: převzato z WGC, 2011

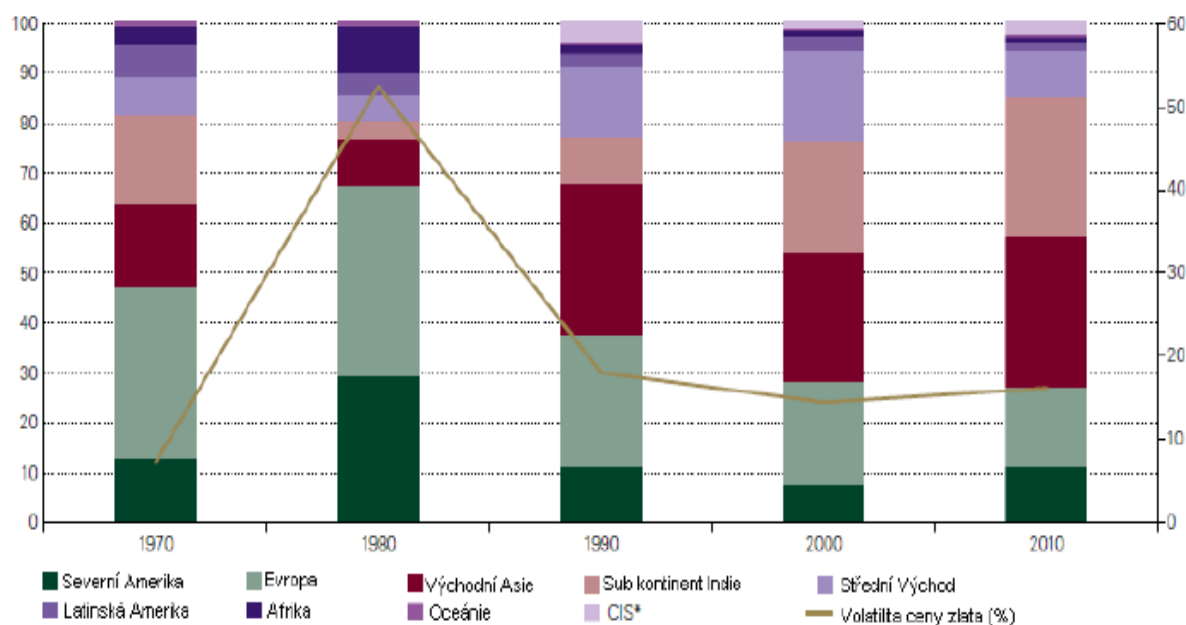
Přestože v posledních letech můžeme zaznamenat mírný pokles produkce zlata, z dlouhodobého hlediska je těžba zlata mnohonásobně vyšší než v minulém století a možné spekulace o nedostatku zlata na Zemi také nejsou podle Moheban (2010) na místě. U.S. Geological survey (USGS) odhaduje, že v zemské kůře se ještě nachází 99,9998 % zlata, které stále nebylo vytěženo. To znamená, že těžba zlata se doposud soustředila pouze na 0,0002 % zemského zlata. Kdyby těžební firmy využily rostoucí ceny zlata a zvýšily by svou dosavadní těžbu tak, že by bylo vytěženo 0,0005 % zemského zlata, světové zlaté rezervy by vzrostly o 150 %. Tento nárůst představuje dalších 150 tisíc tun zlata navíc, a to je částka téměř rovna zlatu, které kdy bylo v historii vytěženo. USGS také předpokládá, že v dalším století může těžba zlata mnohonásobně převyšovat současné výsledky, v případě, že k dispozici budou nové nákladově efektivní technologie určené pro těžbu zlata.

4.1.2 Poptávka po zlatě

V posledních letech dosahuje poptávka po zlatě historicky nejvyšších hodnot. Tento nenadálý nárůst poptávky může být částečně způsoben obavami z finančního kolapsu v důsledku hospodářské krize nebo jej zapříčinily rychle se rozvíjející východní země. V současnosti je totiž více než polovina spotřebitelské poptávky po zlatě tvořena zeměmi na asijském kontinentě, a to Čínou, Hongkongem, Tchaj-wanem a Indií (*viz příloha č. 7*). Evropa se na světové poptávce po zlatě v roce 2013 podílela necelými 8 %. USA mělo téměř shodný podíl poptávky po zlatě s Tureckem, a to okolo 4,5 – 5 %. Celková poptávka vyjádřená v tunách dosahovala v posledním čtvrtletí roku 2013 hodnoty 3 864 tun zlata (WGC, 2014c).

Geografická změna v poptávce po zlatě od roku 1970 je pozoruhodná. Z jednotlivých desetiletí, která jsou znázorněna v grafu 4.5 lze vidět značný posun poptávky od Severní Ameriky a Evropy k Indickému sub-kontinentu a východní Asii. V 70. letech 20. století byl společný podíl Evropy a Severní Ameriky na celkové poptávce zhruba 47 % a za dalších deset let se zvýšil na 68 %. Poté však nastalo období, kdy se podíl těchto dvou kontinentů snížil až na 27 %, a to díky rostoucí poptávce východní Asie a Indického sub-kontinentu, která nyní zaujímá podíl na celkové poptávce po zlatě ve výši 58 %.

Graf 4.5 Rozdělení světové poptávky podle jednotlivých regionů



Zdroj: převzato z WGC, 2011

Graf 4.5 nezachycuje poptávku centrálních bank po zlatých rezervách, které v největším množství stále drží USA a Evropa. V posledních letech lze ale pozorovat růst poptávky po zlatých rezervách u rozvojových zemí nacházejících se asijském kontinentu. Takže i rezervy centrálních bank potvrzují trend přesunu zlata na východ. Dále graf 4.5 nezahrnuje OTC¹³ investice, které by také nejspíše směřovaly směrem k Evropě a Severní Americe. World Gold Council (2011) zastává názor, že tento geografický posun poptávky po zlatě (ze západu na východ) lze vysvětlit prostřednictvím nekorelujících hospodářských cyklů jednotlivých zemí. V současné době je pro investory ze západních zemí problémem dezinflační poptávka. Její rizika ale mohou být částečně zmírněna poptávkou taženou inflací, která se vyskytuje na mnoha rozvíjejících se trzích. A tak díky rozdílnému vývoji ekonomik dochází ke geografickému posunu poptávky po zlatě, prostřednictvím kterého je mimo jiné vysvětlována nízká volatilita ceny zlata od roku 1980.

Poptávka po zlatě je široce rozptýlená po celém světě a jeho využití již nespočívá především ve výrobě zlatých mincí, které by sloužily jako prostředek směny, ale své uplatnění zlato nachází v jiných oblastech. World Gold Council dělí poptávku po zlatě do čtyř základních kategorií:

- poptávka šperkařského průmyslu,
- průmyslová neboli technologická poptávka,
- investiční poptávka,
- a poptávka bankovního systému.

Na základě tohoto rozdělení, lze říci, že od roku 1970 má stále největší podíl na celkové poptávce po zlatě šperkařský průmysl. Nejmarkantněji se to projevilo v roce 2000, kdy se šperkařský průmysl podílel na celkové poptávce po zlatě více než 80 %. V současnosti, stejně jako tomu bylo v 80. letech minulého století, do popředí vstupuje investiční poptávka po zlatě, která v roce 2010 činila téměř 40 %. Podíl technologické poptávky po zlatém kovu na celkové poptávce je po čtyřicet let stále okolo 10 - 20 % (WGC, 2014c).

¹³ **OTC investice** (over-the-counter) - je označení pro mimoburzovní trh s cennými papíry a jinými finančními instrumenty, který je jakousi alternativou k mnohem rizikovějšímu burzovnímu obchodování (SaxoBank, 2013).

V následující tabulce 4.1 jsou vedena data od roku 2007, která odráží strukturální skladbu poptávky po zlatě v absolutních a relativních hodnotách. Poptávka po zlatě u centrálních bank vykazovala v některých letech záporné hodnoty, což znamená, že prodej zlatých zásob centrálních bank převýšil jejich nákup.

Tab. 4.1 *Poptávka po zlatě od roku 2007 (v tunách; % podíl na celkové poptávce)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Šperkařský průmysl	2423	2304	1816	2020	1975	1896	2209
	77,91%	61,85%	50,43%	48,57%	42,95%	42,93%	58,81%
Investice	695	1196	1409	1596	1706	1568	773
	22,35%	32,11%	39,13%	38,37%	37,10%	35,51%	20,58%
Technologie	476	461	410	465	452	407	405
	15,31%	12,38%	11,39%	11,18%	9,83%	9,22%	10,78%
Centrální banky	-484	-235	-34	77	457	544	369
	-15,56%	-6,31%	-0,94%	1,85%	9,94%	12,32%	9,82%
Celkem	3110	3725	3601	4159	4598	4416	3756

Zdroj: WGC, 2014c, vlastní zpracování

Poptávka šperkařského průmyslu po zlatě

Šperky tvoří největší část poptávky po zlatě a zdá se, že to jsou právě ony, které způsobují přesun poptávky po zlatě do východních zemí. Dominantní postavení Severní Ameriky a Evropy v tomto odvětví bylo v 70. letech minulého století výrazně utlumeno rostoucí poptávkou zemí východní Asie a Indického sub-kontinentu. Podíl zemí západního kontinentu na poptávce šperkařského průmyslu po zlatě poklesl za posledních 40 let o 30 procentních bodů (z 44 % v roce 1970 a 56 % v roce 1980 na pouhých 14 % v roce 2010), zatímco poptávka rozvojových asijských zemí vzrostla z 36 % v roce 1970 na současných 66 % (WGC, 2011).

Podle dat, které uveřejňuje World gold council, bylo nejvíce zlata na šperky využito v roce 2001, a to více než 3 000 tun. Od té doby si lze povšimnou klesající tendence v množství zlata využitého pro šperkařský průmysl (viz tabulka). V minulém roce činila poptávka po zlatě už jen 2 209 tun. Největším odběratelem zlata pro výrobu šperků je Čína s 668,2 tunami zlata, následuje Indie (612,7 tun) a Spojené státy (122 tun) (WGC, 2011; WGC 2014c).

Soudobá finanční krize měla výrazný negativní dopad na spotřebitelské výdaje. Celková poptávka po luxusním zboží klesala, což znamená také pokles objemu prodeje

zlatých šperků. Poptávka po špercích obecně stoupá v době cenové stability a naopak klesá v období volatility cen. Rostoucí ceny posilují základní hodnotu zlatých šperků, což je nedílnou součástí poptávky po zlatě. V několika zemích, včetně Číny a Indie se vyskytuje značný potenciál pro budoucí růst poptávky po špercích.

Technologická poptávka po zlatě

Použití zlata v elektronických, průmyslových, lékařských či stomatologických aplikacích se pohybuje okolo 11 % z celkové poptávky po zlatě, což představuje zhruba 440 tun zlata mezi léty 2007 – 2013. Také technologická poptávka je ovlivňována chováním spotřebitelů. V důsledku hospodářské expanze docházelo k nárůstu prodeje hotových výrobků a rostla také technologická poptávka po zlatě (WGC, 2014c).

Díky svým fyzikálním vlastnostem zlato nabízí vysokou tepelnou a elektrickou vodivost, spolu s vynikající odolností vůči korozi. To vysvětluje, proč dvě třetiny veškeré technologické poptávky po zlatě je využito v elektronických součástkách. S dlouhou historií, která sahá až do starověkého Egypta, je také provázáno využití zlata pro lékařské účely. Potenciál pro využití nanočástic zlata v moderní elektronice, lazurovacích nátěrech a léčbě rakoviny nabízí slibné oblasti vědeckého výzkumu.

Podle dostupných dat WGC (2014c) dosáhlo zlato využití jako polovodič rekordního prodeje, a to 305,6 miliard dolarů v roce 2013. To bylo způsobeno rostoucí poptávkou po smartphonech a tabletech. Zisky z prodeje zlata byly také pozorovány u výrobců LCD obrazovek, v ostatních oblastech polovodičových aplikací a v automobilovém průmyslu. Naopak v oblasti dentologie se kvůli vysoké ceně zlata začínají používat alternativy v podobě chromu, porcelánu a keramiky. Množství zlata využívaného v této oblasti má dlouhodobě klesající trend. V roce 2013 byla poptávka po zlatě pro dentální účely ve výši 37,3 tun.

Investiční poptávka po zlatě

Mnoho faktorů motivuje institucionální a soukromé investory k shledání zlata jako příhodné investice. Jako jeden z hlavních hnacích motorů poptávky ze strany investorů se jeví společný motiv, který spočívá ve schopnosti zlata pojistit se proti nestabilitě a ochraně před rizikem.

Od roku 2003 jsou investice nejsilnějším zdrojem růstu poptávky po zlatě. V letech 2007 – 2012 došlo k nárůstu investiční poptávky po zlatě z hlediska hodnoty zlata okolo 435 %. Růst investiční poptávky vyvolal četné inovace ve způsobu investování do zlata.

V současné době existuje široká škála investičních produktů tak, aby vyhovovala jak privátním tak institucionálním investorům. V zásadě jsou dvě možnosti jak zlato investičně uchopit: pomocí burzovně obchodovaných cenných papírů (ETF¹⁴, akcie společnosti těžící zlato, certifikáty) nebo nákupem fyzického zlata (zlaté mince, investiční zlato, šperky). Každý způsob je vhodný pro jinou strategii a investora. Platí ale, že investice do fyzického zlata by neměla být motivována krátkodobou spekulací na růst (nebo pokles). Mimo jiné také kvůli vysokým transakčním nákladům a nízké likviditě oproti investici do cenných papírů. (Gold rate, 2014).

V oblasti geografického rozdělení investiční poptávky po zlatě lze sledovat stejný trend jako u celkové poptávky po zlatě, a to že jsou investice přesouvány ze západu směrem na východ. Rozdíl je markantní především v letech 1980 a 2010, kdy investiční poptávka po zlatě v Severní Americe a Evropě poklesla ze 74 % na 45 %. Ve stejném období (r. 2010) dosahovala poptávka Indického sub-kontinentu a Východní Asie 43 % a je předpokládán její další růst (WGC, 2011).

World gold council dělí investiční poptávku po zlatě do dvou kategorií a to na investice do zlatých mincí a slitků a na ETF a další podobné typy investic. Rok 2013 je specifický v tom, že je prvním obdobím, kdy převládl prodej cenných papírů zajištěných zlatem (*minus* 880,8 tun zlata) a naopak poptávka po mincích a zlatých slítcích dosáhla historické hodnoty (1654 tun zlata). V celkovém výsledku však investiční poptávka v roce 2013 byla o téměř polovinu menší než v předcházejícím roce (viz tabulka 4.1). V druhé polovině roku 2013 dosáhly také své rekordní hodnoty OTC investice, a to 580,8 tun.

Poptávka bankovního systému po zlatě

Centrální banky, mezinárodní subjekty (například Mezinárodní měnový fond) a vlády jsou největším držitelem zlata na světě. Tyto instituce držely koncem roku 2009 okolo 16,2 % (26 780 tun) z celkového množství zlata na světě. Od roku 2010 převládá v bilanci zlatých rezerv u centrálních bank jejich nákup. V minulém roce činil čistý nákup zlata centrálními bankami 368,6 tun zlata, což je o 32 % méně než v roce 2012, kdy poptávka centrálních bank byla vůbec nejvyšší za posledních padesát let (WGC, 2014c).

¹⁴ **ETF** (Exchange-traded-fund) - burzovně obchodovatelné fondy. Autorizovaní účastníci trhu nakoupí požadovaná aktiva (akcie, komodity, měny) na burze a smění je na primárním trhu s burzovně obchodovaným fondem za cenné papíry ETF, se kterými lze dále obchodovat na sekundárním trhu (Patria, 2014).

V roce 1999 devatenáct institucí podepsalo dohodu „*Washington Gold*“. Tato dohoda s platností pěti let byla vždy obnovena na další období a letos by měla být podepsána již počtvrté. Cílem dohody bylo kontrolovat obchody se zlatem mezi bankami a trhem a zabránit nadměrnému prodeji zlata, který by vedl k vysoké volatilitě jeho ceny. Během této doby byly hlavními prodejci zlata centrální banky Anglie a Švýcarska. Centrální banky na západě byly čistými prodejci zlata, zatímco ty na Východě kupovaly více zlata, než prodávaly. V posledních letech několik centrálních bank, zejména z Ruska, Indie a Číny oznámilo plány na zvýšení svých zlatých rezerv. V důsledku toho se v roce 2009 východní centrální banky poprvé za posledních 20 let staly čistými kupci zlata. Rostoucí zájem o zlato, může mít své kořeny ve finanční krizi, neboť tento vzácný kov může být vnímán jako jisté finanční zajištění (Gold rate, 2014).

4.2 Návrat ke zlatému standardu

Během současné ekonomické krize, která je doprovázena nejistotou a spoustou otázek ohledně budoucího vývoje, se objevují myšlenky na opětovný návrat ke zlatému standardu. Od uzákonění nekrytých peněz uplynulo již bezmála čtyřicet let a během tohoto období se peněžní systém v mnohém vyvíjel dále. Přesto však není dokonalý a potýká se s mnoha problémy. Opětovné volání po navrácení se ke zlatému standardu je především spojeno s kritikou vládních manipulací s penězi, s vysokým zadlužením ekonomik a také s nedůvěrou vůči centrálním bankám. V této podkapitole se budeme věnovat názorům metalistů, kteří bojují o navrácení zlaté parity a problémům se kterými by byl tento krok spjat.

Myšlenky týkající se zlata a jeho role v peněžním systému jsou velmi přehledně a uceleně sepsány v publikaci „Peníze a zlato“ od Revendy (2013), ze které vychází i následující text. Samotný autor se nepřiklání k návratu zlatého standardu a přívržence tohoto systému spíše kritizuje.

4.2.1 Zlatý standard podle metalistů

Mezi největší zastánce zlatého standardu patří především ekonomové Rakouské školy, jako např. Rothbard, von Mises, Hayek nebo také Ron Paul, americký kongresman, který se již několikrát ucházel o místo prezidenta Spojených států amerických. Hlavní myšlenkou této školy je dosažení volného trhu a ochrany proti podvodu, čehož může být docíleno jen transparentním peněžním systémem, který je založen na reálné hodnotě

platebního prostředku - zlatu. Zavedení zlatého standardu by se samozřejmě potýkalo s obtížným přechodným obdobím, ale metalisté věří, že by po překonání tohoto období bylo dosaženo nejlepšího lidem známého peněžního systému, který by eliminoval inflaci, ekonomický cyklus a nemorální praktiky lidí, kteří získávají peníze, aniž by je produkovali. Problémem ale je, že ani sami přívrženci zlatého standardu nejsou mezi sebou jednotní, co se týče názorů na to, jak by tento peněžní systém měl vypadat. Někteří se ztotožňují s myšlenkou zlatého standardu založeného na částečných rezervách, neboť se domnívají, že společnost nedisponuje dostatečnými zásobami zlata k plnému krytí měny tímto drahým kovem. Systém částečných rezerv vnímají mimo jiné jako flexibilní peněžní systém, který se dokáže přizpůsobit potřebám ekonomiky. Druhá skupina přívrženců zlatého standardu požaduje 100 % krytí měny a kritizuje systém částečných rezerv, neboť podle nich ztělesňuje dlouhodobou tendenci k inflaci.

Reveda (2013) zastává názor, že představa metalistů o znovuzavedení zlata jako hlavní součásti peněžního systému je více méně jen fantazií a kritizuje zastávce zlatého standardu za to, že nepodávají číselné důkazy pro jeho obnovení, ale pouze nad tímto tématem filosofují. V následujícím textu jsou uvedeny základní charakteristiky čistého zlatého standardu (s plným krytím), které autor ve své publikaci popisuje.

Základní teorie metalistů stojí na tom, že společnost odmítá akceptovat nekryté peníze, a proto se v oběhu nevyskytují nebo alespoň velmi rychle prohrávají v konkurenci se zlatými penězi. Předmětem transakcí v novém zlatém systému by pak samozřejmě nebylo zlato ve své fyzické podobě, ale v ekonomice by existovaly peníze v hotovostní i bez-hotovostní formě, které by byly plně kryty zlatem. Většina zlata by byla uskladněna v trezorech a společnost by se tak musela spolehnout na důvěryhodnost emitentů zlatých peněz, že skutečně disponují dostatečným množstvím fyzického zlata.

Emise zlatých peněz by nebyla institucionalizovaná, jak tomu bylo v případě dřívějších podob zlatého standardu, nýbrž vydávat zlaté peníze by mohl libovolný subjekt na základě svobodného rozhodnutí. Domácí nabídka zlata by byla tvořena nabídkou tezaurovaného a těženého zlata. Pokud by těžbařské společnosti nebyly přímo emitenty zlatých peněz, tak by nákupy nově vytěženého zlata představovaly základní způsob emise peněz v ekonomice. Dalším kanálem, kterým by se zlato mohlo dostávat do ekonomik, je mezinárodní obchod nebo nákupy zlata emitenty v penězích jiných emitentů na trhu za vyšší než garantovanou cenu v rámci konkurenčního boje.

Jedinec by měl možnost úschovy svých zlatých zásob u k tomu určené instituce, která by si o vlastnictví vedla elektronické záznamy. Podle množství uloženého zlata by instituce vystavila jedinci doklad o jeho úschově. Vydání takového dokladu by samo o sobě nebylo emisí peněz. Penězi je zlato v úschovně a v oběhu by byly pouze stvrzenky o vlastnictví zlata. Emise dokladu o vlastnictví zlata nad rámec plného krytí zlatem by byla trestným činem.

Zlatý standard by mimo jiné zajišťoval stabilitu směnných kurzů mezi jednotlivými domácími, ale i zahraničními emitenty. Výjimkou jsou emitenti, kteří vydávají peníze nad úroveň fyzického zlata, které vlastní. Ti by se ale pro společnost stali nedůvěryhodnými, což by vedlo k ukončení jejich činnosti, a proto by emitenti dobrovolně udržovali stanovené plné zlaté krytí. Stabilita směnných kurzů by odstranila veškeré potenciální problémy v účetních systémech firem a bank. Vše by bylo možné vyjadřovat v jednotkách fyzického zlata a kurzové rozdíly by nehrály žádnou roli.

Reálný ekonomický růst by byl zajištěn mírně klesající cenovou hladinou. V ekonomice se projevuje v důsledku dlouhodobě se snižující cenové hladiny pokles nominálních cen a zároveň nedochází k žádnému reálnému poklesu tržeb, mezd, rozpočtových příjmů apod., což podpoří spotřebitelskou poptávku. Vzhledem k dlouhodobým tendencím poklesu cenové hladiny by klesaly rovněž ceny finančních aktiv, což se může projevit v reálných ziscích držitelů těchto aktiv.

Metalisté také zastávají názor, že by existence zlatých peněz eliminovala finanční a ekonomické krize. Tento předpoklad staví na argumentu, že úvěry by byly poskytovány pouze v rámci limitů spojených s dlouhodobými vklady a kapitálem emitentů, čímž by došlo k zabránění spekulativních nákupů různých finančních aktiv. Pro státní rozpočty by to znamenalo omezení deficitního financování. Rozpočtové problémy by byly řešeny buď zvýšením daní, nebo omezením výdajů.

Celý systém by nepodléhal regulaci ani dohledu, ale byl by řízen na základě několika pravidel, která by upravovala zákonnou povinnost plného krytí a neomezené směnitelnosti. Plnění pravidel by nemusel nikdo kontrolovat, neboť subjekty by vždy a včas zjistily nadměrnou emisi zlatých peněz. Postupem času by docházelo k harmonizaci ekonomik mezi různými zeměmi prostřednictvím automatického vyrovnávání vývozu a dovozu zboží a služeb skrze přesuny zlata.

4.2.2 Argumenty proti zavedení zlatého standardu

V předchozím textu byly nastíněny základní charakteristiky čistého zlatého standardu. Je ale samozřejmostí, že zastánci zlatého standardu se setkávají s nemalou kritikou ohledně svého přístupu k peněžnímu systému, a proto se v následující části pokusíme poskytnout konstruktivní pohled na danou problematiku. Mezi hlavní důkazy proti zavedení zlatého standardu patří:

a) Nedostatek zlata

Jedním z nejvíce diskutovaných problémů či důvodů, proč by zavedení zlatého standardu nebylo možné, je nedostatek zlata pro měnové účely. Neboť zásoby zlata ve Spojených státech, ale také v ostatních zemích, v porovnání s aktuální měnovouází, nejsou dostatečné pro její pokrytí. Tato kritika ale není pro metalisty až tak velkým problémem. Zastánci zlatého standardu argumentují, že zlata bylo v ekonomice vždycky dostatek a hlavním důvodem emise nekrytých peněz byla rozhazovačná politika panovníků a války. Dále zmiňují, že výhodou zlata kromě jeho vzácnosti je také jeho relativně stabilní množství. Dosazením do rovnice směny lze tak jednoduchým propočtem zjistit, že jakýkoliv existující objem zlata by stačil k obnovení plně kryté měny. Peníze by totiž nemusely být kryty v poměru 1 jednotka peněz = 1 gram zlata, ale mohlo by dojít k přizpůsobení směnných poměrů, takovým způsobem, který by odpovídal množství peněz v ekonomice. Na druhou stranu s takovým přístupem bychom mohli dojít k závěru, že na pokrytí všech peněz ve světě stačí tuna či jen pouhý jeden gram zlata.

Problémem je také nerovnoměrné rozložení zlatých zásob ve světě. Mezi jednotlivými zeměmi by tak mohlo docházet k tzv. zlaté nespravedlnosti, kdy by jedna země disponovala větším množstvím zlata a zlatých nalezišť než druhá země, která by tak byla odsouzena do měnově podřízeného postavení, bez ohledu na ekonomickou produktivitu obyvatelstva. Země by sice mohly získat v rámci svobodného obchodu zlato od států, které ho mají relativní dostatek, ale za jakou cenu, odkud by vzaly finance a byly by státy ochotny prodávat své zlaté rezervy?

Revenda (2013) provedl výpočty hypotetického zlatého obsahu dolaru, české koruny a eura k údajům z roku 2012. Z důvodu rozsahu tabulky je její obsah součástí *přílohy č. 8*. V následujícím výkladu je věnována pozornost Spojeným státům, které jsou ústřední zemí této práce. Tabulka 4.2 obsahuje obdobná data přepočtena k minulému roku, která jsou vztažena pouze k dolaru. V posledních letech se nacházíme v prostředí, které

je značně destabilizované a hospodářství se potýká s neobvyklými výkyvy, proto jednotlivé výpočty mohou být mírně nadhodnoceny. Například cena zlata klesla v roce 2013 v porovnání s předchozím rokem o více než 450 dolarů, přesto však dosahuje vzhledem k ceně zlata před krizí poměrně vysokých hodnot. Také měnová báze zaznamenala v posledních letech prudký nárůst, a to především díky kvantitativnímu uvolňování.

Tab. 4.2

Hypotetický zlatý obsah dolaru (r. 2013)

Zásoby zlata v centrální bance (t)	8 133,46	Zásoby zlata v CB v tržním ocenění (mil. USD)	320 438,19
Měnová báze (mil. USD)	3 685 323,00	Krytí měnové báze zlatem (v %)	8,69498
Hypotetický "fyzický" zlatý obsah (zásoby zlata /měnová báze)	0,002206987	Hypotetický "tržní" zlatý obsah (1 USD/tržní cena gramu zlata)	0,025382305
Poměr hypotetického "tržního" a „fyzického“ zlatého obsahu	11,50	Plné krytí měnové báze zlatem: potřebné fyzické zásoby zlata (tuny)	93541,99
Tržní cena trojské unce (USD)	1 225,4	Cena trojské unce zlata odpovídající poměru hypotetických zlatých obsahů (USD)	106,55
Tržní cena 1 g zlata (USD)	39,40	Cena 1 g zlata odpovídající poměru hypotetických zlatých obsahů (USD)	3,42560

Zdroj: FRED, Measuring worth, 2014, vlastní zpracování

V minulém roce činily měnové zásoby zlata ve Spojených státech 8133,46 tun a měnová báze se pohybovala okolo 3685 miliard dolarů, což znamená, že 1 dolar byl krytý 0,002206987 gramem zlata. Tržní zlatý obsah dolaru je dán poměrem jednoho dolaru k tržní ceně jednoho gramu zlata, a to je 0,025382305 USD. Při plném krytí dolaru zlatem by se měl podíl tržního a fyzického zlatého obsahu (TF) rovnat jedné, což představuje vyrovnaný podíl měnové báze na zásobách zlata v tržních cenách. Naopak čím vyšší hodnoty poměr TF dosahuje, tím obtížnější je uvažovat o obnovení směnitelnosti peněz za zlato, neboť dochází ke snížení procenta vyjadřujícího množství peněz krytých zlatem. Vzhledem k dlouhodobému růstu měnové báze by měl poměr TF ve Spojených státech růst. Na vývoj TF má také vliv tržní cena zlata, množství zlatých zásob v centrálních bankách a vývoj měnových kurzů.

Vyjádřeno v procentech, v minulém roce nebylo v USA kryto 91 % měnové báze. Což je podstatný údaj pro možné úvahy o krytí současných peněz. K zavedení 100 % zlatého krytí by USA potřebovaly 93 542 tun zlata, aby se fyzický zlatý obsah dolaru zvýšil na hodnotu tržního obsahu. V současnosti však Spojené státy disponují pouze přibližně jednou devítinou potřebného množství měnového zlata. Pokud by Federální rezervní systém chtěl chybějící zlato nakoupit, musel by emitovat další peníze, což znamená, že by došlo k navýšení měnové báze a plného krytí by opět nebylo dosaženo. Zřejmý rozdíl nastává také v poměru aktuální tržní ceny zlata (1 225,4 USD) a cenou zpětného odkupu peněz za zlato (106,55 USD), kterou je FED schopen nabídnout při aktuálním stavu krytí měnové báze zlatem.

b) Politické důvody

Zastánci zlatého standardu jsou přesvědčeni, že ke zrušení krytí peněz zlatem, došlo výhradně z politických důvodů, a to především ze zamlčování nedostatečného zlatého krytí dolaru. Revenda (2013: str. 247) tuto skutečnost nepopírá, ale za rozhodující důvod, který vedl k rozpadu částečného krytí peněz v 70. letech minulého století, spatřuje rostoucí poptávku po penězích. „*Kdyby trh neměl zájem o nekryté peníze, do oběhu by se nedostaly. A zájem trhu byl spojen s nedostatkem krytých peněz k uskutečňování peněžních transakcí.*“

Pravdou ale také je, že peněžní systém s vazbou na drahý kov, byl v historii několikrát přerušen a v podstatě se jednalo o systém, kdy rozhodující slovo měla vláda, která stanovovala oficiální cenu zlata, kontrolovala tisknutí zlatých mincí apod. A to je v přímém rozporu s hlavní myšlenkou Rakouské školy, která si klade za cíl vytvořit svobodný systém bez vládních intervencí.

Nelze říci, jak se bude do budoucna vyvíjet současný peněžní systém, ale jedno je jisté, jeho trend je neudržitelný. Otázkou je, zda i za dnešními problémy nestojí také politické prostředí. Současný systém není schopen fungovat bez dotací, garancí z kapes daňových poplatníků a bez neustálého snižování kupní síly měny.

c) Tržní cena zlata

Metalisté mají představu, že by došlo k zániku potenciálních problémů se změnami tržní ceny zlata, která by se ve znovuzavedeném zlatém standardu stabilizovala. V předchozí kapitole jsme se podrobněji věnovali ceně zlata a její kupní síle. Na základě těchto pozorování můžeme říci, že cena zlata závisí na mnoha faktorech a není zdaleka

stabilní. Zlatý standard by navíc potřeboval oficiálně stanovenou a neměnnou cenu zlata, aby nedocházelo ke změně zlatého obsahu.

Systém zlatého standardu by musel být zaveden ve všech zemích, jinak by se země, jejíž měna by byla vázána na zlato, potýkala s problémy spojenými s rozdílnou tržní a garantovanou cenou. Zlato je totiž používáno také v průmyslu a jiných odvětvích, kde je jeho hodnota definována na trhu na základě nabídky a poptávky, která určuje jeho tržní cenu. V zemi s nekrytými penězi by mohla být tržní cena zlata vyšší, což by bylo přitažlivé pro domácí subjekty (kde je peněžní systém postaven na zlatém standardu) a ty by tak začaly požadovat zpětnou výměnu svých zlatých peněz u emitentů. Emitenti zlatých peněz by nemohli konkurovat zájemcům o zlato tím, že by nabídli vyšší ceny, neboť by to znamenalo snížení zlatého obsahu. Pokud by peněžní systém většiny zemí fungoval na zlatém standardu tak by situace mohla vést k vytvoření minimálních odchylek tržních a oficiálních cen. V případě, že by se tržní a oficiální cena od sebe lišily (předpokládejme, že garantovaná cena je nižší), tak by subjekty nenakupovaly zlato na trhu, když by jej mohly koupit levněji od emitentů. A tato situace by vedla k možnému vyrovnání obou cen nebo k minimálnímu rozdílu.

d) Vlastnictví a kontrola zlatých zásob

Další názor metalistů se týká vlastnictví a kontroly zlatých zásob. V podstatě zlato, které by si majitel uložil u příslušné instituce, by zůstalo v jeho vlastnictví a nestalo se součástí peněz dané banky. Vzhledem k charakteru smluvního vztahu mezi klientem a uschovatelem by nedocházelo k systémovému riziku v případě krachu banky, která by tak vůbec nemusela čelit konkurznímu řízení. To je zcela v protikladu se současným systémem, kdy do konkurzu vstupují i vklady klientů. Zároveň by díky zákonem upravené inventarizaci docházelo k velmi snadné kontrole zlatých zásob emitentů, zda neporušují plné krytí zlatých peněz.

Revenda (2013) však s těmito postoji nesouhlasí. Zvláště kritizuje metalisty za jejich neznalost týkající se vkladů do banky. Vklady v současných penězích totiž jsou majetkem vkladatele a nikoli banky. Pro majitele jsou aktivem, pro banku pasivem. Dále také zmiňuje, že uloží-li si dnes někdo své peníze do banky, vzdává se jich, ale místo nich má na svém účtu bezhotovostní prostředky. Revenda nesouhlasí ani s názorem jednoduché kontroly plnění krytí zlatých peněz, neboť v současnosti dochází k převodům velkých finančních částek, které by byly velmi těžko kontrolovatelné, a také propojenost firemních

koncernů by znesnadňovala průhlednost finančních derivátů. Ovšem i současný měnový systém je velmi náchylný k finančním machinacím, podvodům a krachu.

e) Platby, ceny a směnné kurzy

Transakční systém zlatého standardu by nemohl fungovat prostřednictvím skutečné směny fyzického zlata. Subjekty by platily buď zlatými penězi, nebo, a to jen zcela výjimečně, přímo zlatem. Podle představ metalistů by zlato ve zlatém standardu plnilo funkci účetní jednotky, prostředku směny i uchovatele hodnoty. Ceny a obchodní transakce by byly vyjádřeny ve fyzických jednotkách zlata.

Revenda kritizuje postoj zastánců zlatého standardu k důvěře ve zlaté peníze od různých emitentů. Autor se domnívá, že konkurence emitentů a také jejich rozdílný původ způsobí chaos směnných kurzů. „*Zlaté peníze emitenta například z Afriky by se přece nestaly všeobecně přijímanými penězi v Evropě*“ (Revenda 2013: str. 249). Kurzy by mimo jiné byly ovlivněny obchodní politikou směnárů. Metalisté ale zastávají názor, že současné měnící se směnné kurzy a kurzové ztráty by se staly minulostí a při fungování stoprocentního zlatého standardu budou všechny ceny přehledné, tzn., že směnný kurz gramu zlata uschovaného u jedné instituce a gram zlata uložený u jiného uschovatele bude pořád 1:1. S touto představou se Revenda nemůže absolutně ztotožnit a upozorňuje na fakt, že směnné poměry byly i v době zlatého standardu, např. mezi mincemi z drahých kovů. Dále, gram zlata je všude na světě stejný gram zlata, ale vůbec to neplatí pro jeho relativní kupní sílu.

f) Stabilizace nabídky peněz a ekonomický růst

Stabilizace nabídky peněz je jedním ze základních argumentů metalistů, proč se navrátit k systému krytých peněz. Neboť povinnost plného krytí zlatem by zabránila nadměrným emisím peněz s inflačními účinky. Takto omezená nabídka je ale sama o sobě v rozporu s požadavky metalistů na svobodu v oblasti peněz, neboť se jedná o příliš tvrdé limity nabídky finančních prostředků.

V souvislosti s omezenou nabídkou peněz se zde objevuje otázka dlouhodobého ekonomického růstu, ke kterému by docházelo díky mírné deflaci. Ta má ale sama o sobě na ekonomiku destrukční dopady. Marek (2010) tuto domněnku vyvrací. Říká, že existuje dostatečně dlouhé období, kdy ekonomika rostla i při klesajících nominálních cenách. V letech 1800 až 1900 bylo v USA dosaženo obrovského ekonomického růstu, přičemž nominální ceny za toto období dle oficiálních statistik klesly o 32 procent.

Navíc Rothbard (2014) uvádí, že mnozí ekonomové nepochopili monetární lekci klasické ekonomie, a to že na množství peněz v ekonomice v podstatě nezáleží. Základní funkcí peněz je, že slouží jako prostředek směny a jakákoliv změna v jejich množství tak vyvolá pouze změnu jejich kupní síly, tedy změní se množství zboží, které půjde za danou peněžní jednotku koupit. Zvýšení peněžní zásoby bude znamenat, že funkci prostředku směny nyní bude zastávat více peněžních jednotek a kupní síla každé jednotky se tomu přizpůsobí. Z toho důvodu zvyšování množství peněz nepřinese žádný společenský prospěch. Důvodem, proč je těžba zlata užitečná, je ve skutečnosti to, že více zlata může uspokojit více jeho nepeněžních využití.

K otázce ekonomického růstu se Lehrman (2013, s. 237) vyjádřil následovně: *„Obnovení konvertibility dolaru za zlato by mohlo vybudovat prostředí, ve kterém by docházelo k dlouhodobému vyváženému ekonomickému růstu prostřednictvím impulzů vedoucích k vytváření úspor, investic, podnikatelských inovací a produktivního využití kapitálu. Zlatý standard by měl také vést k rostoucí zaměstnanosti a ke zvyšování mezd.“* Tento ekonomický růst se podle autora projeví právě díky dlouhodobě stabilní cenové hladině.

g) Krize a inflace

Metalisté vnímají funkci zlata jako ochranného prostředku proti inflaci či finančním a ekonomickým krizím. Zlatý standard považují za neutrální, stabilní a jednoduchý systém, který má pozitivní dopady na domácí a zahraniční vývoj. Měnové války, inflace, deflace a válečné konflikty jsou, podle zastánců zlata jako měnového kovu, důsledkem politicky manipulovaných národních plovoucích měn. Z historie je však zřejmé, že i v období klasického zlatého standardu ekonomiky podléhaly nejedné těžké ekonomické i finanční krizi. Metalisté se ale brání tím, že tyto problémy byly často způsobeny podhodnocenou měnou, nastavenými vnitrostátními pravidly a obchodními překážkami.

V předchozí kapitole bylo prokázáno, že zlato nedokáže ochránit ekonomiku před inflací. Navíc většina ekonomik v poslední době nebojuje s vysokou inflací, jako spíše s problémem deflace.

h) Definice peněz

Dnes již existují různé formy peněz a peněžních substitutů. Můžeme hovořit o hotovostních a bezhotovostních penězích i elektronických penězích. Metalisté tyto formy peněz popírají, neboť pro ně bylo a je skutečnými penězi pouze zlato. Lehrman

(2013) nepopírá nutný rozvoj platebního mechanismu, ale zdůrazňuje, že bychom se měli vrátit k systému, kdy by veškeré bankovky, cenné papíry a různé úvěrové nástroje byly konvertibilní za zlato.

i) Historie a války

Zlatý standard ani nedokázal zabránit vzniku několika válek, které vždy vedly k zrušení vazby na zlato. Z pohledu do historie, nelze říci, že zlatý standard fungoval bez problémů tisíce let. Platební prostředky se neustále vyvíjely a nabývaly nových forem. V oběhu často kolovala spíše stříbrná než zlatá měna. Společnost neustále hledá nové možnosti a efektivnější řešení, proto nelze považovat návrat ke zlatému standardu za šťastnou volbu, neboť to, že něco fungovalo „tisíce let“ neznamena, že by to mělo fungovat v současnosti a budoucnosti.

4.2.3 Návrat zlatého standardu ve 21. století

Neexistuje žádné ekonomické pravidlo či zákon, který definuje funkci zlata jako platebního prostředku ve svobodné společnosti. Ale v průběhu celé historie, to byl právě tento drahý kov, který sloužil jako prostředek směny. Zlato je vzácné, přenosné, snadno dělitelné, je žádoucí také pro nepeněžní účely a nedá se padělat. Hodnota papírových peněz je zaručena vládou a jejich nabídka není omezena, v tom smyslu, že se dají na rozdíl od zlata velice snadno množit. Paul (1981) konstatuje, že v kombinaci s lidskými nedostatky, které jsou viditelné především na politické scéně a mezi centrálními bankéři, nemůže žádná nekrytá měna, sloužit jako stabilní prostředek směny déle než krátkou dobu. Na základě přijetí tohoto faktu dochází autor k závěru, že není možné provést žádnou konstruktivní měnovou reformu. Je potřeba udělat krok k modernímu zlatému standardu, který by nebyl monopolizován vládou, jak tomu bylo v minulosti.

Zastánci zlata jako měnového prostředku říkají, že společnost již za dobu své existence vyzkoušela mnoho měnových systémů a systém zlatého standardu fungoval nejlépe. Současný mezinárodní měnový systém je založený na víře v peníze, které ve své podstatě nejsou ničím. Tato forma peněz s sebou přináší mnohé problémy, které Benko (2011) dělí do tří oblastí: ekonomické, politické a sociální. (1) Měnový systém založený na penězích bez vnitřní hodnoty vnáší do *ekonomiky* a na finanční trhy nestabilitu a velké množství nejistoty. Mimo jiné napomáhá také k vytváření trvalého obchodního deficitu. Volný obchod mezi zeměmi je bezpochyby přínosem pro lidstvo jako celek, avšak zastánci zlatého standardu se domnívají, že koncept svobodného trhu patří především

do zemí, ve kterých se jako platební prostředek používá zlato. (2) *Politické problémy* spojené se současným měnovým systémem Benko vidí ve ztrátě důvěry občanů k vládě, zapříčiněné nejen znehodnocováním měny, ale také vysokými deficity a finančními machinacemi politiků. (3) Nekryté peníze narušují *sociální* uspořádání společnosti a neumožňují vytváření rovných příležitostí (hospodářský růst v USA je silně koncentrovaný mezi 1 % americké populace). Také proces postupného znehodnocování měny, díky každoročnímu růstu cenové hladiny způsobuje nepozorovanou ztrátu na bohatství občanů. Kultura nekrytých peněz vyvolává v mnoha lidech pocit nároku a práva na něco, aniž by vynaložili potřebné úsilí.

Všechny konvertibilní měny jsou v dnešní době středem konkurenčních zájmů. Z toho důvodu je třeba, aby byla zavedena neutrální společná světová měna – zlato. Zlato jako světová měna by vedla ke spolupráci napříč mnoha zeměmi a kulturami. Zastánci zlatého standardu považují peněžní systém s vazbou na zlato za optimální řešení pro celý svět. Měny konvertibilní za zlato jsou v podstatě směnitelné také navzájem mezi sebou. Důležitou vlastností tohoto mezinárodního měnového systému je, že by nebyl postaven pod kontrolou pouze jedné země.

Návrat ke zlatému standardu by neznamenal, že bychom chodili se zlatými cihličkami v tašce. Společnost by i nadále používala své bankovní účty, šeky a kreditní karty. Zlatý standard by představoval systém, ve kterém by papírové peníze, mince a depozita u bank měly svou reálnou hodnotu ve zlatě, které by bylo uložené v bankách.

V rozhovoru pro americký týdeník Human Events mediální magnát Forbes prohlásil, že návrat Spojených států amerických ke zlatému standardu je v následujících letech pravděpodobný a bylo by to řešení celé řady ekonomických, fiskálních a monetárních potíží největší ekonomiky světa. Zastává názor, že to co se nyní zdá jako překvapující, může být zakrátko součástí konvenčního myšlenkového proudu (Tesař, 2011). V roce 2011 vyšel článek, ve kterém se dokonce i šéf Světové banky Zoellic vyjádřil k potřebné reformě světového ekonomického systému. Ve svém projevu zdůraznil myšlenku zlata jako opětovného základu, který by určoval hodnotu jednotlivých měn. Síla každé měny by byla určena jejím zlatým krytím a každý by si mohl bankovky vyměnit za zlato (Hudema, 2010).

Cain (2012) došel ve svých úvahách tak daleko, že definoval šest principů, které by byly potřeba při zavedení zlatého standardu dodržet:

- 1) ceny by měly zůstat v blízkosti své dnešní úrovně, bez nuceného snižování mezd;
- 2) ke stanovení nového poměru mezi zlatem a dolarem by mělo dojít s využitím trhů a tento proces musí být transparentní;
- 3) přechod ke zlatému standardu musí být postupný, aby se ekonomika stihla přizpůsobit. Jednotlivé kroky k znovuzavedení zlatého standardu musí být jasně definované;
- 4) FED bude fungovat na základě nových pravidel, která zajistí garantovanou hodnotu dolaru a zároveň budou podporovat ekonomický růst;
- 5) fyzické osoby budou mít právo výměny oběživa a bezhotovostních peněz za zlato uložené ve Federální rezervní bance za pevnou cenu;
- 6) Spojené státy by měly vytvářet úsilí vedoucí k vytvoření mezinárodně zlatého standardu.

Prvním krokem k přechodu na zlatý standard by bylo podle Cain (2012) veřejné oznámení prezidenta o pověření ministerstva financí společně s FEDem ke stabilizaci hodnoty dolaru vyjádřené ve zlatě v určitém flukтуаčním pásmu. Placení úroků z bankovních rezerv uložených u FEDu by bylo zrušeno. Dále by došlo k zavedení právního předpisu, který by ve čtyřech krocích, za období dejme tomu třiceti měsíců, snižoval postupně hodnotu dolaru ke zlatu, dokud by nebyla zajištěna jeho plná směnitelnost. Nové nástroje FEDu by měly pouze jeden cíl, a to udržet hodnotu dolaru ve zlatě. Operace na volném trhu by byly využity výhradně za účelem zvýšení nebo snížení množství dolaru s cílem udržet směnný kurz dolaru ke zlatu. Ostatní nástroje s výjimkou stanovení diskontní sazby by byly zrušeny (věřitel poslední instance, manipulace s úrokovými sazbami apod.). FEDu by bylo dále zakázáno provádět sterilizační operace, které by regulovaly přítok či odliv zlata do zahraničí. Jejich výsadním úkolem by bylo provádět operace na volném trhu s účelem udržet množství zlatých rezerv vlastněných vládou. Tohoto ustanovení by se podle Cain (2012) měl FED držet, aby se vyvaroval chybě z roku 1971, kdy Spojené státy opustily systém zlatého standardu, především z důvodu nedostatku zlatých rezerv. FED by tak nemohl manipulovat s hodnotou měny nebo s nastavením úrokových sazeb, také by měl omezený vliv na velikost peněžní nabídky, kterou se snaží v dnešní době povzbudit ekonomický růst a zaměstnanost.

Proč tedy žádá země nefunguje na měnovém systému zlatého standardu? Pokud by možné výhody zlatého standardu, jako jsou ekonomika bez inflace, konec

hospodářského cyklu, zjednodušené vedení účetnictví, omezení vládní expanze, byly skutečně tak jednoznačné, papírové peníze by zřejmě zanikly. Ovšem ve společnosti je spousta ekonomů a jiné odborné veřejnosti, která považuje systém zlatého standardu za nejhorší formu mezinárodního měnového systému. V následujících odstavcích jsou uvedeny názory od některých ze současných odpůrců k návratu zlatého standardu.

Otázku týkající se možného návratu k zlaté měně komentoval Silva, šéf výzkumné společnosti Silva Research, jako nesmyslný a absurdní nápad, který by dnes rozhodně nefungoval. Světová ekonomika podle něho udělala od roku 1971 obrovský skok, a to i v oblasti *zadlužování*, není proto možný návrat zpět ke zlatému standardu, který byl zrušen právě kvůli neschopnosti americké vlády krýt své deficity zásobami zlata. *„Od té doby se však tyto deficity zvýšily exponenciálně, a proto by to nyní už vůbec nemohlo fungovat,“* dodal Silva s tím, že by nebylo možné účinně řídit ani inflaci ani fiskální politiku, a navíc není vůbec jisté, že by se na světě našel dostatek zlata na pokrytí současné úrovně dluhu Spojených států (Tesař, 2012).

Ekonom Roubini nepovažuje zlatý standard ani za teorii, ale za teologii. Problémy světa podle něj totiž nespočívají v papírových penězích a návrat ke zlatému standardu je neřeší. Naopak, mnoho významných ekonomů ukázalo, že jednou z hlavních příčin Velké deprese byl zlatý standard a návrat k němu. Ten totiž omezil schopnost centrálních bank poskytovat podporu věřiteli poslední instance, vyvolal run na banky a nakonec vedl k Velké depresi. Podle tohoto ekonoma je důležité se namísto zlatého standardu zaměřit na cenovou stabilitu a fiskální disciplínu; pevné měnové kurzy či zlatý standard ale nezajistí ani jedno. Pevné kurzy jdou totiž ruku v ruce s nedostatečnou disciplínou, protože dochází ke konvergenci sazeb. Flexibilní kurzy naopak zajistí to, že špatnou monetární a fiskální politiku trhy každý den trestají. *„Lidé si mohou stěžovat na dolar, realita je ale taková, že se k němu a k americkým vládním dluhopisům vracejí jako k bezpečnému útočišti. Je to stále nejméně ošklivá krása,“* uvedl Roubini na závěr rozhovoru (Redakce Patria Online, 2011).

Jedním z odpůrců peněžního systému s vazbou na zlato je také ekonom Krugman, který jej považuje za mýtus a jeho jedinou výhodu vidí v tom, že slovní spojení „zlatý standard“ dobře zní. Proti příznivcům zlatého standardu také silně bojuje Bernanke, předseda Federálního rezervního systému, neboť vzhledem k tomu, že zlatý standard určuje nabídku peněz, tak centrálním bankám nezbývá dostatek prostoru pro používání svých nástrojů. Při zlatém standardu v době silné ekonomické aktivity obvykle peněžní

zásoba stoupá a úrokové sazby klesají, což je opakem toho, co dělají centrální banky dnes. Navíc podle Bernankeho je používání zlata jako měny spojeno nejen s politickými, ale také praktickými problémy (Rickards, 2012).

Argumenty pro návrat zlatého standardu nejsou jednoznačné a ve společnosti existuje silná kritika odpůrců tohoto peněžního systému. Jedno je ale jisté, současná situace není dlouhodobě udržitelná a společnost, respektive vládnoucí elita bude muset hledat řešení jak stabilizovat současnou ekonomiku. Je jen otázkou, zda návrat k tomu co je již historií představuje to správné řešení.

Přelom 20. a 21. století byl provázen značným ekonomickým růstem, který se podepsal na kvalitě života obyvatel. Spousta věcí, které kdysi byly jen utopií, se dnes stávají realitou. Velké zásluhy za tento ekonomický růst jsou přisuzovány právě rostoucímu množství finančních prostředků, které nebyly limitovány zlatým krytím. V posledních letech, však začínáme narážet na hranice tohoto ekonomického růstu, které lze pozorovat nejen v neudržitelném zadlužování států a celé společnosti, ale také životní prostředí, které nás obklopuje, se pomalu začíná díky lidským zásahům měnit. Navíc je stále zřetelnější, že námi vybudované bohatství se začíná hromadit pouze u velmi malého procenta obyvatel a příjmové rozdíly ve společnosti se stávají čím dál tím více markantnější.

Hledání viníka za situaci, ve které se nacházíme, by nemělo cenu. Finanční instituce by totiž mohly říct, že pouze plnily přání svých klientů, kteří se dožadovali finančních prostředků na uskutečnění svých záměrů, což způsobilo tak obrovský nárůst množství peněz v ekonomice. Veřejnost by obviňovala stát za nerozumné hospodaření se svěřenými penězi a stát by mohl vidět bezpráví učiněné na jeho straně v podobě občanů a korporací domáhajících se ať už finanční či zákonodárné pomoci. Přece jenom jsme lidé, kteří se snaží především maximalizovat svůj vlastní zisk. Nakonec, v historii se ukázalo, že používáním ničím nekrytých peněz nemělo nikdy dlouhého trvání.

V uplynulých letech se vystřídalo již několik měnových režimů a je zcela možné, že dnes stojíme před zrozením se nového mezinárodního měnového systému. Otázkou je, zda by nová měna měla být založena na reálné hodnotě a pokud ano tak na jaké. Proč téměř všichni hovoří o návratu ke zlatému standardu, když v podstatě v 18. a 19. století byly hlavními platebními prostředky i jiné kovy, zejména potom stříbro? Po mnohá staletí to bylo totiž právě stříbro, které se stalo nejběžnějším platidlem určeným pro každodenní transakce. V současnosti je tento drahý kov nepostradatelnou součástí

v elektrotechnickém průmyslu a díky svým fyzikálním vlastnostem je jen těžko nahraditelným kovem. Zatímco zlato je v průmyslu využíváno jen okolo 15 % roční produkce u stříbra to je téměř 75 %. Jeho využití jako měnového kovu není vhodné právě z tohoto důvodu. Ale z hlediska investorů by mělo být stříbro mnohem lákavější než zlato, neboť se očekává růst jeho ceny.

Vedle zastánců zlatého standardu se objevuje ještě jedna, názorově velice podobná skupina lidí, která navrhuje vznik měny s vazbou na určitou komoditu, kterou si vybere samotný trh. Tento systém se nazývá svobodné bankovníctví a jeho základní myšlenkou je zrušení centrálních bank a umožnění emise vlastních peněz soukromým bankovním subjektům. Což je rozdílné od názorů metalistů, kteří spojovali emisi peněz také s nebankovními subjekty. Možná i svobodné bankovníctví je jedna z možností vývoje měnového systému v blízké budoucnosti.

V současnosti se lze již setkat s bezhotovostními penězi krytými zlatem a za zlato směnitelnými. Jedná se o tzv. digitální zlatou měnu. Mezi nejznámější patří e-Gold, která začala fungovat v roce 1996. Společnost poskytující tuto měnu je povinná držet zlaté rezervy ve výši minimálně 100 % hodnoty drahého kovu cirkulujícího v systému. Zájemce o digitální zlaté peníze si pak od společnosti nakoupí za nekryté peníze určité množství zlata, a to nikoli fyzického, ale v podobě digitálních peněz směnitelných za zlato. Tyto digitální peníze jsou zájemci připsány na účet, který mu vede daná společnost. Při transakci nedochází k emisi nových peněz, ale pouze k výměně současných peněz za digitální zlaté peníze. V systému e-Gold obíhají čtyři druhy drahých kovů, jimiž jsou zlato, stříbro, platina a paladium. Pokud je skutečně elektronické zlato zajištěno fyzickým uložením drahého kovu a nikoli dluhem nebo jiným finančním zajištěním, nemělo by docházet k finančním rizikům. Digitální zlaté peníze slouží k bezhotovostním transakcím, na kterých se mohou účastnit pouze majitelé těchto peněz, kterými mohou být jak fyzické osoby, tak ale i různé firmy obchodující se zbožím na internetu. Digitální peníze jsou však podrobeny tvrdé kritice spojené především s práním špinavých peněz, benevolentností a anonymitou systému (Revenda, 2013).

Ne všechny digitální peníze ale musí být kryty drahým kovem, například takový bitcoin. Bitcoin je alternativní měnou pro platby, která se na trh dostala v roce 2009. Z bitcoinu se na chvíli stala jedna z nejžádanějších měn. Její kurz vzrostl v roce 2013 během pouhých tří měsíců z 13 dolarů až na 260 dolarů za jeden bitcoin. Pád této měny byl však ještě rychlejší. Jeho důvodem byl údajně prudký nárůst obchodů na burze

Mt. Gox, na který nebyla připravena. Bitcoin se ale na trhu neustále drží a prozatím je hádankou jakou roli v budoucnosti bude hrát tato nebo jakákoli jiná digitální měna (ČTK, 2014).

Myšlenka ekonomů Rakouské školy o tom, že lze překonat státní monopol na tištění peněz, se díky této měně stala skutečností. Systém „ražení“ těchto digitálních peněz je navržen tak, aby jej nikdo nemohl ovlivňovat, tedy ani vlády ani centrální banky. Počet bitcoinu v oběhu má být konečný, celkem jich má být vytvořeno 21 milionů a poslední jednotky této měny mají být vpuštěny do roku 2140. Tato skutečnost by znamenala, že bitcoin by mohl působit také jako dobrý uchovatel hodnoty. Ovšem digitální peníze jsou stejně jako papírové peníze měnou, která není krytá žádnou reálnou hodnotou a je založena pouze na důvěře. Zánik digitální měny může být v podstatě ještě rychlejší než u papírových peněz, neboť se jedná pouze o jakousi informaci uloženou někde v kyberprostoru (ČTK, 2014).

Vznik bitcoinu tak ještě více podtrhl absurditu nekrytých peněz, a to peněz bez jakékoli reálné hodnoty. Většina lidí nemá potřebu přemýšlet nad skutečnou hodnotou peněz, které používá. Navíc naše generace už nežila v době zlatého standardu a běžná veřejnost často nemá představu, co tento termín znamená. Funkce peněz se v průběhu staletí změnila a peníze nejsou již komoditou, kterou by lidé poptávali, ale lidem slouží jako prostředek k získávání komodit – nákupu statků a služeb. Zdá se, že dokud budou papírové peníze plnit své základní funkce, a především funkci prostředku směny, ve společnosti bude přetrvávat všeobecná důvěra v peněžní systém založený na nekryté měně.

4.2.4 Osobní zhodnocení problematiky

Uplynulo již čtyřicet let od konce významné historické éry, ve které byl mezinárodní měnový systém navázán na drahý kov. Člověk tak ztratil cenným kovem garantovaná práva a jistoty. Přestože od ukončení měnového systému s vazbou na zlato ekonomika zaznamenala nevídaný růst, v posledních letech čelíme skutečnosti, že k prosperitě se nelze dostat ani tištěním nekrytých peněz.

Základním rysem vzniku měnového systému s vazbou na zlato byla důvěra, a to důvěra, že drahý kov bude možné za něco směnit. Postupem času lidé začali důvěřovat také poukázkám na zlato, bankovkám a později i nekrytým papírovým penězům. Dnes již lidé mají důvěru také v reálně neexistující virtuální peníze. Pokud by došlo k ohrožení této

důvěry, mohlo by to vést ke zhroucení současného měnového systému, tak jak k tomu došlo na počátku 70. let minulého století. Jedním z důvodů proč byla tehdy narušena důvěra směnitelnosti dolaru za zlato, byla nedostatečná disciplína jednotlivých států řídit se podle daných pravidel. V současnosti stojíme před obdobným problémem, kdy je ekonomika značně destabilizovaná právě z důvodu nedostatečné disciplíny států a ekonomický růst je dnes vykoupen vysokým zadlužením států. Můžeme jen spekulovat nad tím, jak by se ekonomika vyvíjela, kdyby měnový systém zlatého standardu nebyl zrušen. Možná, že by nedošlo k tak výraznému ekonomickému růstu, ale rozhodně bychom nebyli společností žijící na dluh příštích generací.

Klíčový prvek znovuzavedení měny s vazbou na zlato autor práce vidí ve ztrátě schopnosti centrální banky a vlády ovlivnit peněžní nabídku. Díky pevnému krytí by vláda byla nucena nakládat s finančními prostředky s větší rozvahou a nedocházelo by tak k vytváření deficitů i v době ekonomického růstu. Za další výhodu autor považuje reálnou podstatu drahého kovu. Samotné papírové peníze totiž velmi rychle ztrácí na své hodnotě a samy o sobě mají nulový užitek.

Problémem zlatého standardu je ale zlato samotné. Současný peněžní systém totiž stojí na předpokladu mírného, neustálého ekonomického růstu světového HDP a poptávky po penězích. Tyto podmínky nemohou být v režimu zlatého standardu, který je založen na omezeném množství peněžní zásoby vázané na zlato, splněny. Přestože se v ekonomice každoročně vytěží okolo 2,5 tisíce tun zlata, tento pozvolný růst nabídky peněz by nedokázal nasytit poptávku po penězích, vyvolanou ekonomickým růstem. Metalisté vidí možnosti dlouhodobého ekonomického růstu v pozvolném snižování cenové hladiny, ovšem ani přínosy deflace nejsou jednoznačně pozitivní. Rozhodující otázkou je, zda náklady, které ekonomika nese v případě deflace, jsou vyšší než náklady spojené s nynějším zadlužováním na úkor budoucích generací.

Pokud by byl zlatý standard obnoven, pravděpodobně by nebylo kryto zlatem veškeré množství peněz v ekonomice, ale došlo by na tzv. částečné krytí. Každý stát by kryl zlatem rozdílný objem peněžní zásoby, což by významně ovlivnilo vzájemné kurzy měn. Osobně ale nepředpokládám, že bychom se v několika následujících letech vrátili k systému zlatého standardu.

5 ZÁVĚR

Práce představila historii zlata jako měnového kovu a nastínila možnosti týkající se návratu zlatého standardu ve 21. století. Dále se věnovala roli zlata v měnové politice v podobě rezervního aktiva, inflační a měnové kotvy a stručně byl představen také trh zlata. Celá práce byla vypracována na základě údajů týkajících se ekonomiky Spojených států amerických, které se zasadily o významné změny v měnovém systému a stále představují zemi, která má mimořádný vliv na dění v ostatních státech.

Systém mezinárodního měnového režimu s vazbou na zlato prošel v historii mnohými změnami. Pokud se hovoří o zlatém standardu, je třeba umět rozlišovat jeho jednotlivé formy. V práci se autor snažil přinést přehledné rozdělení a krátký popis těchto jednotlivých vývojových fází. Za klasický zlatý standard je považováno období od 70. let 19. století až po začátek první světové války. Tehdy v oběhu kolovaly plnohodnotné zlaté mince nebo bankovky zcela kryté zlatem. Válka ale narušila do té doby fungující měnový systém, který už se nepodařilo nikdy zcela obnovit. Měna sice byla stále směnitelná za zlato, ale její konvertibilita byla omezována a do oběhu se dostávaly bankovky částečně kryté drahým kovem. V meziválečném období se hovoří o standardu zlatého slitku, zlaté rezervy či zlaté devizy. V práci je dále popsán vývoj měnového systému, založeném na standardu zlaté dolarové devizy, který byl uzákoněn ve Spojených státech v roce 1936 a od roku 1944 se stal systémem na mezinárodní úrovni. Tato forma zlatého standardu byla vedena pouze na omezené konvertibilitě zlata k americkému dolaru, a to v hodnotě 35 dolarů za unci zlata. V počátcích standardu zlaté dolarové devizy systém fungoval bez velkých obtíží, avšak toto období netrvalo příliš dlouho. Za důvody pádu systému s vazbou na zlato je považována nedostatečná disciplína jednotlivých států, výrazně podhodnocená zlatá parita dolaru, rozdílný vývoj mezi garantovanou a tržní cenou zlata a ochabující americké hospodářství. Od roku 1978 stojí mezinárodní měnový systém na nekrytých penězích.

Cílem práce bylo zhodnotit roli zlata jako měnového kovu. Na základě popisu mezinárodního měnového režimu s vazbou na zlato byly definovány jeho hlavní charakteristiky, mezi které patří mimo jiné stabilní cenová hladina a funkce zlata jako měnové kotvy. Právě tyto dvě zmíněné vlastnosti zlatého standardu se staly předmětem následného hodnocení zlata jako měnového kovu.

Role zlata jako měnové kotvy byla zkoumána ze dvou hledisek. Zaprvé byla provedena korelační analýza mezi cenou zlata a vybranými měnovými kurzy, která měla

potvrdit či vyvrátit myšlenku, zda zlato zabraňuje volatilitě zahraničních měn. Výsledky provedené analýzy ukázaly, že změny měnových kurzů vysvětlují jen minimální část změn ceny zlata, a že tyto veličiny nejsou mezi sebou příliš silně statisticky propojeny. Nedá se tedy říci, že by zlato chránilo proti volatilitě zahraničních měn. Druhé hledisko týkající se zlata jako měnové kotvy se orientuje na kupní sílu. Kupní síla dolaru od roku 1913 poklesla o více než 95 % a ani kupní síla zlata není stabilní, ovšem v porovnání s dolarem nezaznamenala až tak výrazný pokles.

Co se týče zlata jako inflační kotvy, tak bylo prokázáno, že cenová hladina zaznamenala neobvyklý nárůst právě v období, kdy peníze nebyly kryté zlatem. Růst množství peněz v oběhu se ale pozitivně projevil v ekonomickém růstu. Von Mises upozorňuje na fakt, že tato výhoda nekrytých peněz je pouze dočasná a ekonomický růst bude brzy vykoupen problémy s nadměrnými deficity. Co se týče vývoje ceny zlata, ta by v případě plnění funkce jako inflační kotvy, neměla být příliš volatilní. Procentuální změny reálné ceny zlata však převyšovaly procentuální změny ve vývoji cenové hladiny, což naznačovalo, že zlato není dobrou ochranou proti inflaci. Závěrem byly uvedeny úvahy, že zlato může být ochranným prostředkem proti inflaci jen z dlouhodobého hlediska, které představuje více než jedno století, což je časové údobí překračující lidský život. Na základě provedených grafických a korelačních analýz tedy nelze jednoznačně tvrdit, že by zlato skutečně plnilo funkci měnové a inflační kotvy.

Přestože zlato již není využíváno jako platební prostředek, můžeme jej v měnovém systému stále nalézt, a to v podobě zlatých zásob, které jsou součástí rezerv centrálních bank. Největší podíl zlata na celkových rezervách bank vykazují státy jako je Portugalsko, Řecko a Spojené státy. V neposlední řadě se práce zabývala také trhem zlata, kde poukázala na neustálý růst světové produkce zlata a na to, že trh zlata má tendence přesouvat se směrem do zemí nacházejících se na asijském kontinentě.

Práce představila také základní koncept návratu ke zlatému standardu podle přívrženců tohoto systému. Metalisté zastávají názor, že by existence zlatých peněz eliminovala finanční a ekonomické krize, přinesla měnovou stabilitu a zabránila deficitnímu financování. Návrat ke zlatému standardu se ale také setkává s ostrou kritikou a někteří ekonomové považují už jen pouhou myšlenku na dané téma za zcela scestnou. Na finančních trzích se v posledních letech objevila i digitální měna, která stejně jako papírové peníze není kryta reálnou hodnotou a její zánik může být ještě rychlejší. Jakým směrem se bude dnešní měnový systém dále vyvíjet, není jasné, ale pokračovat v současném trendu nelze.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- AGNICO EAGLE, 2014. *Annual report form 2010 to 2013* [online]. Agnico Eagle mines, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://ir.agnicoeagle.com/english/investor-relations>
- ANGLOGOLD ASHANTI, 2014. *Annual report form 2010 to 2013* [online]. AngloGold a Ashanti Goldfields, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.anglogoldashanti.com/Investors+and+media/Financial+reports/Annualreports.htm>
- AMADEO, Kimberlay, 2011. *Gold price history* [online]. US Economy, [cit. 28. 2. 2014]. Dostupné z: <http://useconomy.about.com/od/commoditiesmarketfaq/a/Gold-Price-History.htm> Beckmann a Czudaj
- ARENDS, Brett. 2009. What Price Suits Gold [online]. *Wall Street Journal*, September 16., [cit. 14. 3. 2014]. Dostupné z: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970203917304574415193376917198>
- BARRICK, 2014. *Annual report from 2010 to 2013* [online]. Barrick Gold Corp., [cit. 5. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.barrick.com/investors/annual-report/default.aspx>
- BECKMANN, Joscha a Robert CZUDAJ, 2013. *Gold as an inflation hedge in a time-varying coefficient Framework* [online]. North American Journal of Economics and Finance 24, 208–222, [cit. 7. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062940812000927>
- BENKO, Ralph J., 2011. *Nine Infirmities of the World Dollar Standard* [online]. The Gold Standard Now, The Lehrman Institute 2014, [cit. 5. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.thegoldstandardnow.org/why-the-gold-standard/nine-infirmities-of-the-dollar-standard>
- BORDO, Michael D, 2008. *The Concise Encyclopedia of Economics: Gold Standard* [online]. Library of Economics and Liberty, [cit. 25. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>
- BORDO, Michael D. and Finn E. KYDLAND, 1995. The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration. *Explorations in Economic History* [online]. vol. 32, no. 4: 423-464. [cit. 12. 3. 2013]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014498385710194#>
- BROWN, Dave, 2009. *Top ten gold producers* [online]. Gold investing news, [cit. 3. 4. 2014]. Dostupné z: <http://goldinvestingnews.com/investing-in-gold/top-10-gold-producers>
- CAIN, Herman, 2012. *Path to a 21st century gold standard* [online]. Charl Kadlec, Forbes.com, 21. 5. 2012. [cit. 6. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/charleskadlec/2012/05/21/herman-cains-path-to-a-21st-century-gold-standard/>
- ČTK, 2014. *Bitcoin ztrácí důvěru. Významná burza Mt. Gox přes noc zmizela i s miliony dolarů* [online]. iHNed.cz : Ekonomický zpravodajský server Hospodářských novin, 25. 2. 2014. [cit. 5. 4. 2014]. Dostupné z: <http://byznys.ihted.cz/c1-61760350-bitcoin-ztraci-duveru-vyznamna-burza-mt-gox-pres-noc-zmizela-i-s-miliony-dolaru>

ELWELL, Craig K, 2011. *Brief History of the Gold Standard in the United States* [online]. Congressional research service, [cit. 3. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41887.pdf>

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, 2014. *Federal reserve economic data* [online database]. FRED, [cit. 1. – 30. 3. 2014]. Dostupné z: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

FRIEDMAN, Milton, 1992. *Za vším hledej peníze*. Praha: Grada publishing, 264 str. ISBN 80-7169-480-0.

GOLDCORP, 2014. *Annual report from 2010 to 2013* [online]. Goldcorp Inc., [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.goldcorp.com/English/Investor-Resources/Reports-and-Filings/Annual-Reports/default.aspx>

GOLD FIELDS, 2014. *Annual report from 2010 to 2013* [online]. Gold fields limited, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: http://www.goldfields.co.za/inv_rep_ar.php

GOLDRATE, 2014. *Supply and demand of gold* [online]. Gold rate for today, 2014, [cit. 11. 3. 2014]. Dostupné z: <http://goldratefortoday.org/supply-demand-gold/#production>

HARMSTON, Stephen. 1998. *Gold as a Store of Value* [online]. World Gold Council, Research Study No. 22, November. Dostupné z: http://www.spdrgoldshares.com/media/GLD/file/research_study_22.pdf

HARVEY, Campbell R. a Claude B. ERB, 2013. *The Golden Dilemma* [online]. Duke University - Fuqua School of Business; National Bureau of Economic Research. [cit. 30. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w18706>

HAVLENA, Matouš, 2009. *Původ a podstat peněz, funkce peněz* [online]. Ekonomie [cit. 18. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.havlena.net/ekonomie/puvod-a-podstata-penez-funkce-penez/>

HUDEMA, Marek, 2010. *Návrat o 40 let zpátky? Šéf světové banky uvažuje o zlatém standardu* [online]. iHNED.cz: <http://byznys.ihned.cz/c1-47972110-sef-svetove-banky-chce-koordinovat-kurzy-men-a-uvazuje-o-zlatem-standardu>

Ekonomický zpravodajský server Hospodářských novin, 2010. [cit. 7. 4. 2014]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-47972110-sef-svetove-banky-chce-koordinovat-kurzy-men-a-uvazuje-o-zlatem-standardu>

JASTRAM, Roy W. a Jill LEYLAND, 2009. *The golden constant: The English and American Experience 1560 – 2007*. Edward Elgar Publishing, ISBN 978 1 84720 261 1.

KINROSS, 2014. *Annual report 2010 – 2013* [online]. Kinross, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://kinross.com/search.aspx>

KOTLÁN, Igor a kol. 2001. *Aplikovaná hospodářská politika*. Ostrava: Sokrates, 97 str. ISBN: 80-86572-01-3.

KUČEROVÁ, Zuzana, 2012. *Peníze, jejich vývoj, funkce, měnové agregáty. Monetární politika*. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra národního hospodářství.

- LEHRMAN, E. Lewis, 2013. *Money, gold and history*. US: The Lehrman institute. ISBN-10: 0-9840178-3-6
- MAREK, Štefan, 2010. *Šestnáct stupňů ke zlaté profesora Revendy* [online]. E15.cz, 2014, cit. [1. 4. 2014]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/sestnact-stupnu-ke-zlate-profesora-revendy-820657>
- MEASURING WORTH, 2014. *Price of gold, CPI US* [online database]. MeasuringWorth.com, [cit. 5. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.measuringworth.com/>
- MISES, Ludwig von, 1990. *Economic Freedom and Interventionism* [online]. Irvington-on-Hudson: Foundation for Economic Education. ISBN 13-978-0-86597-672-6. Dostupné z: http://lf-oll.s3.amazonaws.com/titles/1887/3858_LFeBk.pdf
- MOHEBAN, Richard, 2010. *The Gold Mining Potential Supply* [online]. Moheban, 2010 – 2013, [cit. 7. 3. 2014]. Dostupné z: http://www.hyperinflation-us.com/world_gold_supply_mining.html
- NEWCREST, 2014. *Annual report 2010 – 2013* [online]. Newcrest mining limited, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.newcrest.com.au/investors/reports/financial/>
- NEWMONT, 2014. *Annual report 2010 – 2013* [online]. Newmont Mining Corporation, [cit. 4. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.newmont.com/search/node/annual%20report>
- PATRIA, 2014. *Deriváty: ETF* [online]. Patria online, [cit. 14. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/fondyderivaty/etf/popis.html>
- PAUL, Ronald Ernest, 1981. *Gold, Peace and Prosperity*. Ludwig von Mises Institute, Alabama, USA.
- PHILLIPS, Julian DW., 2014. *How Long Can Gold Prices Be Held Down - Supply Factors* [online]. The Market Oracle, 2014, [cit. 5. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.marketoracle.co.uk/Article44153.html>
- POLYUSGOLD, 2014. *Annual report 2010 – 2013* [online]. Polyus gold, [cit. 3. 4. 2014]. Dostupné z: http://www.polyusgold.com/investors/reports/annual_reports/
- REDAKCE PATRIA ONLINE, 2011. *Roubini: 50% pravděpodobnost rozpadu eurozóny, zlatý standard problém neřeší, ale vytváří* [online]. Patria online, [cit. 27. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1957395/roubini-50-pravdepodobnost-rozpadu-eurozony-zlaty-standard-problem-neresi-ale-vytvari.html>
- REVENDA, Zbyněk, 2013. *Peníze a zlato*. 2 vyd. Praha: Management Press, 267 s. ISBN 978-80-7261-260-4.
- RICKARDS, James, 2012. *The Real Reason Ben Bernanke Resists the Gold Standard* [online]. US News: Economic intelligence, [cit. 5. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.usnews.com/opinion/blogs/economic-intelligence/2012/04/30/the-real-reason-ben-bernanke-resists-the-gold-standard>
- ROTHBARD, Murray N., 2014. *Důvody pro 100 % zlatý standard* [online]. Mises Institut, [cit. 3. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.mises.cz/literatura/duvody-pro-100-zlaty-dolar-58.aspx>

- ROTHBARD, Murray N., 2001. *Peníze v rukou státu: jak vláda zničila naše peníze*. Praha: Liberální institut, 144 s. ISBN 80-86389-12-X.
- SAMUELSON, Paul A., NORDHAUS, William D, 1991. *Ekonomie*. Praha : Svoboda, 1011 s. ISBN 80-205-0494-X.
- SAXOBANK, 2013. Over the counter [online]. *Slovník investičních pojmů*, [cit. 8. 3. 2013]. Dostupné z: <http://cz.saxobank.com/support/slovník-pojmu/over-the-counter-otc>
- SELGIN, George, 2013. The Rise and Fall of the Gold standard in United States. *Policy analysis* [online]. No. 729, [cit. 28. 2. 2014]. Dostupné z: http://www.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa729_web.pdf
- STAVÁREK, Daniel, 2003. *Mezinárodní finanční instituce*. Karviná: Slezská univerzita, 176 s. ISBN 80-7248-208-4.
- STRUŽ, Jan a Bohumil STUDÝNKA, 2005. *Zlato: příběh neobyčejného kovu*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0902-3.
- ŠALOUNOVÁ, Dana, 2010. Materiály k přednáškám do předmětu *Statistika A*. Ostrava: VŠB - TU.
- TESAŘ, Martin, 2011. *Zlatý standard bude zpět do pěti let a vyléčí neduhy USA, věří dvojnásobný kandidát na prezidenta Forbes* [online]. Patria online, [cit. 27. 12. 2013]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1824840/zlaty-standard-bude-zpet-do-peti-let-a-vyleci-neduh-y-usa-veri-dvojnaso-bny-kandidat-na-prezidenta-forbes.html>
- TESAŘ, Martin, 2012. *Zlatý standard – Bič na peníze tisknoucí centrální banky, ale i konec ochranné sítě pro akcie* [online]. Patria online, [cit. 27. 12. 2013]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2134868/zlaty-standard--bic-na-penize-tisknouci-centralni-banky-ale-i-konec-ochrann-e-site-pro-akcie-prehled-zlatych-rezerv.html>
- US GEOLOGICAL SURVEY, 2014. *Minerals information: Gold* [online]. USGS, [cit. 1. 3. 2014]. Dostupné z: <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/>
- WORLD GOLD COUNCIL, 2014a. *Central Bank Gold Agreements* [online]. WGC, [cit. 28. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.gold.org/reserve-asset-management/central-bank-gold-agreements>
- WORLD GOLD COUNCIL, 2014b. *Reserve assets management: Statistics* [online database]. WGC, [cit. 28. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.gold.org/reserve-asset-management/statistics>
- WORLD GOLD COUNCIL, 2014c. *Gold demand trends* [online]. WGC, annual report from 2002 - 2013 [1. 3. 2014]. Dostupné z: <http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends/back-issues>
- WORLD GOLD COUNCIL, 2011. *The evolving structure of gold demand and supply* [online]. WGC: Supply and demand, investment, [cit. 6. 3. 2013]. Dostupné z: <http://www.gold.org/research/evolving-structure-gold-demand-and-supply>
- YAMANA, 2014. *Annual report 2010 – 2013* [online]. Yamana gold, [cit. 3. 4. 2014]. Dostupné z: <http://www.yamana.com/Investors/CorporateReports/default.aspx>

SEZNAM ZKRATEK


BIS	Banka pro mezinárodní platby
CB	Centrální banka
CBGA	Washingtonské dohody o zlatě (z angl. Central Bank Gold Agreement)
CPI	Index spotřebitelských cen
DEM	Německá marka
ECB	Evropská centrální banka
ETF	Burzově obchodovatelné fondy
EUR	Euro
FED	Federální rezervní systém
HDP	Hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OTC	OTC investice (over-the-counter)
SDR	Zvláštní práva čerpání
TF	Podíl tržního a fyzického obsahu zlata
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
USGS	Geologický výzkum Spojených států amerických
UK	Velká Británie
WGC	Světová rada zlata (z angl. World gold council)

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. 4. 2014



Bc. Elena Čadová

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1	<i>Poměr ceny zlata k ceně stříbra (1800 – 1914).....</i>	<i>1</i>
Příloha č. 2	<i>Korelace reálné ceny zlata a inflace v USA za posledních 200 let...1</i> <i>Korelace reálné ceny zlata a inflace v USA od roku 1970.....</i>	<i>1</i>
Příloha č. 3	<i>Peníze v oběhu v letech 1959 – 2014.....</i>	<i>2</i>
Příloha č. 4	<i>USD Index od roku 1973.....</i>	<i>2</i>
Příloha č. 5	<i>Korelační matice USD indexu a nominální ceny zlata.....</i>	<i>2</i>
Příloha č. 6	<i>Podíl těžby zlata na jeho celkově vytěženém množství (r. 2012).....</i>	<i>3</i>
Příloha č. 7	<i>Spotřebitelská poptávka po zlatě.....</i>	<i>3</i>
Příloha č. 8	<i>Hypotetické zlaté obsahy měn.....</i>	<i>4</i>